

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف -1-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان

## تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015

إشراف الأستاذ الدكتور:

ملياني عبد الحكيم

إعداد الطالب:

حركاتي نبيل

لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. حاج صحراوي حمودي	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف -1	رئيسا
أ.د. ملياني عبد الحكيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف -1	مشرفا ومقررا
أ.د. عبد الجليل بوداح	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مناقشا
أ.د. روابحي عبد الناصر	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف -1	مناقشا
د. بولقنافد قمري زينة	أستاذة محاضرة أ.	جامعة سكيكدة	مناقشا
د. بن منصور موسى	أستاذ محاضر أ.	جامعة برج بوعرييج	مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# إهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما

إلى الزوجة والأبناء

إلى الإخوة والأخوات

إلى كل الأصحاب والزملاء

أهدى هذا البحث المتواضع راجياً من المولى

عز وجل أن يجر القبول والنجاح

فيل

# شكر وتقدير

الحمد لله ربّ العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، أمّا بعد:

الحمد لله عزّ وجل على توفيقه وتيسيره لإتمام هذا العمل

كما أنّه من دواعي الفخر والاعتزاز أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى مشرفي الفاضل:

الأستاذ الدكتور ملياني عبد الحكيم

على تفضّله بالإشراف على هذا البحث ومساندته المستمرة طيلة فترة الإعداد فله منّي كل

الشكر والتقدير

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضّلوا بقبول مناقشة هذه

الرسالة وإبداء ملاحظاتهم القيمة وتوجيهاتهم السديدة.

وإلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

ولله الفضل من قبل ومن بعد.

نبيل

## الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر مجموعة من العوامل في اختيار الهيكل التمويلي لعينة من 194 شركة صناعية مُدرجة في 13 سوق مالي عربي خلال الفترة 2007-2015 ومحاولة اختبار أثر هذا الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة هذه الشركات.

لقد تمّ استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لدراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي، مقياساً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية، مع بعض العوامل التي تمثل خصائص الشركات التي تمّ دراستها وبعض مؤشرات الاقتصاد الكلي والأسواق المالية للدول العربية. حيث توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمجموعة من العوامل على نسبة إجمالي القروض المالية في الهيكل التمويلي وتمثّل هذه العوامل في العمر، الربحية، السيولة، الحجم، نسبة الوفورات الضريبية البديلة، معدّل نمو عرض النقود ومعدّل نمو رسملة سوق رأس المال في حين لم يكن لبقية العوامل الأخرى التي تمّ إدراجها في نموذج الانحدار أيّ أثر على طريقة تشكيل الهيكل التمويلي لهذه الشركات. وباستخدام نفس الأسلوب الإحصائي، تمّ بناء النموذج الثاني للدراسة الذي يقيس أثر الهيكل التمويلي ممثلاً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول، على الأداء المالي للشركات محلّ الدراسة، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات مقاسة بالعائد على الأموال الخاصة، ووجود علاقة طردية بين الهيكل التمويلي وقيمة الشركات مقاسة بنسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية.

وقد أوصت الدراسة بضرورة العناية بقرارات التمويل من خلال الاعتماد على الأصول العلمية المتعارف عليها عند اتخاذ هذه القرارات، وإعطاء الإدارة المالية المكانة اللائقة بها في الهيكل التنظيمي للشركة. أمّا في الجانب المتعلّق بمصادر التمويل، فقد أشارت الدراسة إلى لزوم اهتمام إدارة الشركة بمصادر التمويل الداخلي، من خلال إدارة سليمة للأرباح المحتجزة والتوجّه أكثر نحو استعمال مصادر التمويل الاسلامي من أجل الاستفادة من المزايا والايجابيات التي يُوفّرها والامتثال لنواهي الشريعة الاسلامية عن استعمال القروض الربوية.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل تمويلي، قيمة المؤسسة، ربحية المؤسسة، قرار التمويل.

## summary

This study aimed at investigating the effect of a number of factors on the selection of the financial structure using a sample of 194 industrial company listed in 13 Arab financial markets during the time period 2007-2015. and trying to find the effect of this financial structure on the companies' value and profitability.

Panel data method has been used to examine the relationship between the financial structure, measured by the ratio of total financial loans to total net assets, with some variables that represent companies' characteristics and some macroeconomic and financial markets indicators of Arab countries. The results of the study revealed that there is a statistically significant effect of a group of factors on the ratio of total financial loans in the financial structure. These factors are age, profitability, liquidity, size non-debt Tax Shield, capitalization rate and growth of money supply. While the rest of the other factors included in the regression model had no impact on the way the financing structure was structured within these companies. Using the same statistical method, the second model of the study, which measures the impact of the financial structure, which is represented by the ratio of total financial loans to the total assets as a proxy, On the financial performance of the companies under study. The results displayed a negative relationship between the financial structure and profitability of companies measured by return on equity, and no impact has been found of the financing structure on the value of the company measured by the stock Price to its Book value.

Finally, the study recommended the need to take care of the Financing decisions by relying on the scientific rules that are common when making these decisions and give finance department suitable place in the organizational structure of the company. In terms of sources of finance, the study pointed to the need for the company's management to focus on the sources of internal finance, Through the proper management of retained earnings, And to move more towards the use of Islamic finance sources in order to benefit from the advantages and benefits that it provides and comply with the prohibition of Islamic Sharia for riba-based loans.

**Keywords:** financial Structure, enterprise value, enterprise profitability, financing decision.

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرافان
	الإهداء
	ملخص البحث
I	فهرس المحتويات
X	فهرس الجداول
XII	فهرس الأشكال
أ - ف	المقدمة
<b>الفصل الأول: مدخل للتمويل وقرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: مفهوم التمويل والاحتياج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية
3	أولاً: مفهوم التمويل وأهميته في حياة المؤسسة الاقتصادية
4	ثانياً: الاحتياج التمويلي لدورة الاستثمار
5	ثالثاً: الاحتياج التمويلي لدورة الاستغلال
7	المطلب الثاني: تمويل المؤسسة عن طريق الأموال الخاصة وشبه الخاصة
7	أولاً: التمويل الداخلي
9	ثانياً: الأموال الخاصة الخارجية
12	ثالثاً: الأموال الشبيهة بالأموال الخاصة
13	المطلب الثالث: تمويل المؤسسة عن طريق الأموال المقترضة
13	أولاً: القروض والتسهيلات البنكية
15	ثانياً: القروض السندية
16	ثالثاً: الائتمان التجاري
18	رابعاً: التأجير التمويلي
19	المطلب الرابع: تمويل المؤسسة عن طريق صيغ التمويل الاسلامي

20	أولاً: تعريف التمويل الاسلامي
20	ثانياً: أهم صيغ التمويل الاسلامي
23	المبحث الثاني: تكلفة الأموال
23	المطلب الأول: أهمية تقدير تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة فيها
23	أولاً: مفهوم تكلفة الأموال
24	ثانياً: أهمية تقدير تكلفة الأموال
25	ثالثاً: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال
27	المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل الدائم
27	أولاً: تكلفة الاقتراض متوسط وطويل الأجل
29	ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة
31	ثالثاً: تكلفة الأسهم العادية
39	رابعاً: تكلفة الأرباح المحتجزة
42	المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة
42	أولاً: حساب تكلفة الأموال وفق نظام الترجيح
43	ثانياً: المداخل المعتمدة في حساب تكلفة الأموال
44	ثالثاً: دالة تكلفة الأموال
46	المبحث الثالث: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية
46	المطلب الأول: المقومات الأساسية لقرارات التمويل
46	أولاً: مفهوم قرار التمويل وضوابطه
49	ثانياً: الأطراف ذات العلاقة بقرارات التمويل
50	ثالثاً: أهداف المؤسسة واتخاذ قرارات التمويل
52	رابعاً: مراحل اتخاذ قرار التمويل
54	المطلب الثاني: قرار تشكيل الهيكل التمويلي
54	أولاً: مفاهيم أساسية حول الهيكل التمويلي
55	ثانياً: مكانة الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي
57	ثالثاً: مستوى الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي
59	المطلب الثالث: الآثار المالية المترتبة عن قرارات التمويل

60	أولاً: الآثار المترتبة على نتيجة الدورة وربحية الأموال الخاصة
61	ثانياً: الآثار المترتبة على ربحية السهم
63	ثالثاً: الآثار المترتبة على سيولة المؤسسة وملاءتها المالية
65	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: الأسس النظرية لقرارات التمويل وعلاقتها بقيمة المؤسسة</b>	
67	تمهيد
68	المبحث الأول: مدخل للقيمة وخلق القيمة في المؤسسة
68	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول للقيمة وخلق القيمة في المؤسسة
69	أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة
69	ثانياً: مداخل تقييم المؤسسة
73	ثالثاً: خلق القيمة للمُساهم في المؤسسة
74	المطلب الثاني: مؤشرات قياس خلق القيمة للمُساهم في المؤسسة
74	أولاً: مؤشرات القياس التقليدية
77	ثانياً: مؤشرات القياس الحديثة
81	المبحث الثاني: نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال الكامل
82	المطلب الأول: مدخلي صافي الربح وصافي ربح العمليات
82	أولاً: مدخل صافي الربح
83	ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات
84	المطلب الثاني: المدخل التقليدي
86	المطلب الثالث: المدخل الاقتصادي لـ <i>Modigliani &amp; Miller</i>
86	أولاً: فرضيات المدخل
87	ثانياً: النظرية الأولى
88	ثالثاً: النظرية الثانية
90	رابعاً: الانتقادات الموجهة لمدخل <i>Modigliani &amp; Miller</i>
91	المبحث الثالث: نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال غير الكامل
91	المطلب الأول: مدخل الوفر الضريبي
91	أولاً: الهيكل التمويلي في ظل وجود ضريبة على دخل الشركات



94	ثانيا: الهيكل التمويلي في ظل وجود ضريبة على دخل المستثمر
97	ثالثا: نموذج <i>Miller</i> في ظل الضريبة على دخل الشركة والضريبة على دخل المستثمر
99	المطلب الثاني: مدخل تكاليف الافلاس
99	أولا: مفهوم إفلاس المؤسسات واحتمالات حدوثه
101	ثانيا: نظرية الموازنة الساكنة للهيكل التمويلي <i>The Static Trade-Off Theory</i>
103	ثالثا: نظرية الموازنة الديناميكية للهيكل التمويلي <i>The Dynamique Trade off Teory</i>
104	المطلب الثالث: مدخل تكاليف الوكالة
105	أولا: مفهوم وأنواع تكاليف الوكالة
106	ثانيا: تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين و الإدارة
108	ثالثا: تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين والمقرضين
109	رابعا: الهيكل التمويلي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة
110	المطلب الرابع: مدخل عدم تماثل المعلومات
111	أولا: الهيكل التمويلي كوسيلة تشوير
118	ثانيا: نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل <i>Pecking Order Theory</i>
121	المبحث الرابع: أهم الاسهامات الحديثة في مجال نظرية التمويل
121	المطلب الأول: نظرية توقيت السوق <i>Market Timing Theory</i>
123	المطلب الثاني: الهيكل التمويلي و مراقبة الشركات
123	أولا: نموذج <i>Harris &amp; Raviv</i> (1988)
124	ثانيا: نموذج <i>Stulz</i> (1988)
125	ثالثا: نموذج <i>Israel</i> (1991)
126	المطلب الثالث: مساهمة نظرية الخيارات ونظرية تكاليف المعاملات في تفسير قرار التمويل
126	أولا: نظرية الخيارات وقرار التمويل
130	ثانيا: نظرية تكاليف المعاملات وقرار التمويل
132	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية	
134	تمهيد
135	المبحث الأول : العوامل المؤثرة على اختيار الهيكل التمويلي

135	المطلب الأول: العوامل المرتبطة بخصائص المؤسسة
135	أولاً: العوامل المرتبطة بخصائص نشاط المؤسسة ونتائج أعمالها
139	ثانياً: العوامل المرتبطة بحجم المؤسسة وهيكل أصولها ودرجة تخصصها
141	ثالثاً: الوفورات الضريبية
143	المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالدولة محل النشاط
143	أولاً: النهج الاقتصادي للدولة
145	ثانياً: متغيرات الاقتصاد الكلي
148	ثالثاً: درجة تطور النظام المصرفي والأسواق المالية
150	رابعاً: تأثير النظام القانوني السائد
151	المطلب الثالث: العوامل المرتبطة بقطاع النشاط
152	أولاً: تأثير خصائص قطاع النشاط على محددات الهيكل التمويلي
153	ثانياً: درجة تركّز الصناعة وازدهارها
154	ثالثاً: نسبة الاقتراض في قطاع النشاط
155	المبحث الثاني: تأثير عمر المؤسسة ودورة حياتها على الهيكل التمويلي
155	المطلب الأول: تأثير عمر المؤسسة على الهيكل التمويلي
156	المطلب الثاني: تأثير دورة حياة المؤسسة على الهيكل التمويلي
157	أولاً: العلاقة بين دورة حياة المؤسسة والهيكل التمويلي
158	ثانياً: : تأثير مراحل دورة حياة المؤسسة على اختياراتها التمويلية
162	المبحث الثالث: أسباب وطرق تعديل الهيكل التمويلي
162	المطلب الأول: هيكل التمويل المستهدف
164	المطلب الثاني: أسباب تعديل الهيكل التمويلي
164	أولاً: الجدوى من تعديل الهيكل التمويلي في المؤسسة
165	ثانياً: سرعة تعديل الهيكل التمويلي
166	المطلب الثالث: طرق تعديل الهيكل التمويلي
166	أولاً: إعادة هيكلة رأس المال
168	ثانياً: التنازل عن بعض الأصول
168	ثالثاً: تكييف طريق تمويل الاستثمارات الجديدة

169	رابعاً: تعديل نسبة الأرباح الموزعة
170	خلاصة الفصل
<b>الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2015-2007</b>	
172	تمهيد
173	المبحث الأول: دور الجهاز المصرفي والسوق المالي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية
173	المطلب الأول: دور القطاع المصرفي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية
174	أولاً: بعض المؤشرات عن القطاع المصرفي العربي
175	ثانياً: النشاط الاقراضي للمصارف العربية
176	المطلب الثاني: مكانة الأسواق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية
176	أولاً: بعض المؤشرات عن الأسواق المالية العربية
181	ثانياً: خصائص الأسواق المالية العربية
182	المطلب الثالث: مكانة التمويل الاسلامي في تمويل للمؤسسات الاقتصادية العربية
183	أولاً: الصيرفة الاسلامية في الدول العربية
184	ثانياً: الصكوك الاسلامية في الأسواق المالية العربية
185	المبحث الثاني: دراسة نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2015-2007
185	المطلب الأول: منهجية الدراسة
186	أولاً: مصدر البيانات وعينة الدراسة
186	ثانياً: قياس نسب الاقتراض وتحليل التباين
187	المطلب الثاني: الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2015-2007
187	أولاً: الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب الدول
188	ثانياً: الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب سنوات الدراسة
191	ثالثاً: الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب قطاعات النشاط
193	المطلب الثالث: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2015-2007

193	أولاً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين الدول
194	ثانياً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين السنوات
194	ثالثاً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين قطاعات النشاط
196	المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015
196	المطلب الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل
196	أولاً: تعريف وأهمية بيانات بانل السلاسل الزمنية المقطعية
198	ثانياً: اختبار التجانس
201	ثالثاً: النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية
204	المطلب الثاني: منهجية الدراسة والنموذج المستخدم
204	أولاً: طبيعة بيانات الدراسة ومصدرها
205	ثانياً: النموذج العام للدراسة
207	ثالثاً: متغيرات الدراسة وطرق قياسها
210	المطلب الثالث: أسلوب تحليل البيانات وخطوات تقدير نموذج الدراسة
210	أولاً: دراسة الاستقرار والارتباط بين المتغيرات المستقلة
213	ثانياً: عرض نتائج النماذج القياسية واختيار النموذج الملائم للدراسة
218	ثالثاً: الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج المختار (نموذج الآثار الثابتة)
220	رابعاً: التعامل مع مشكلة الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين
224	المطلب الرابع: عرض ومناقشة نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)
224	أولاً: نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)
225	ثانياً: نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي وخصائص الشركات
227	ثالثاً: نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي وخصائص البيئة المحيطة
229	خلاصة الفصل
الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015	
231	تمهيد
232	المبحث الأول: الدراسات التطبيقية السابقة ذات الصلة

232	المطلب الأول: الدراسات التطبيقية العربية السابقة
232	أولاً: عرض الدراسات التطبيقية العربية السابقة
239	ثانياً: التعقيب على الدراسات التطبيقية العربية السابقة
241	المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية الأجنبية السابقة
241	أولاً: عرض الدراسات التطبيقية الأجنبية السابقة
245	ثانياً: التعقيب على الدراسات التطبيقية الأجنبية السابقة
247	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
247	المطلب الأول: الإطار العام للدراسة
274	أولاً: عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات
249	ثانياً: نماذج ومتغيرات الدراسة
252	المطلب الثاني: تحليل تطوّر ربحية وقيم الشركات محل الدراسة.
252	أولاً: تطوّر متوسط ربحية وقيم الشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015
255	ثانياً: توزيع متوسط ربحية الشركات وقيمها السوقية على القطاعات الصناعية المختلفة
258	ثالثاً: توزيع متوسط ربحية الشركات وقيمها السوقية حسب الدول العربية
260	المبحث الثالث: التحليل القياسي لأثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015
260	المطلب الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ووجود مشكلة الامتداد الخطي
260	أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
261	ثانياً: التأكد من عدم وجود مشكلة الامتداد الخطي
261	المطلب الثاني: اختيار النموذج الملائم للبيانات الزمنية المقطعية
261	أولاً: عرض نتائج النماذج الثلاثة للبيانات الزمنية المقطعية
264	ثانياً: اختيار النموذج الملائم
268	المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج المقدر
268	أولاً: عرض نتائج ومعلومات النموذج الأفضل ( نموذج الآثار الثابتة)
270	ثانياً: اختبار معنوية المعالم والمعنية الكلية للنموذج
271	ثالثاً: اختبار النموذج من الناحية القياسية
273	رابعاً: التعامل مع مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين

273	المطلب الرابع: عرض ومناقشة النتائج
273	أولاً: نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)
274	ثانياً: مناقشة نتائج النموذج الأول (نموذج ROE)
276	ثالثاً: مناقشة نتائج النموذج الثاني (نموذج PBV)
278	خلاصة الفصل
280	خاتمة
289	الملاحق
317	قائمة المراجع

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
176	حجم وطبيعة الائتمان المقدم للاقتصاديات العربية	1-4
177	إجمالي عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015	2-4
178	إجمالي عدد وقيمة الإصدارات من السندات في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015	3-4
180	الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2015	4-4
181	عدد الشركات المُدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015	5-4
184	عدد وقيمة اصدارات الشركات العربية من الصكوك خلال الفترة 2007-2015	6-4
87	الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية حسب كل دولة خلال الفترة 2007-2015	7-4
189	الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015	8-4
191	الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الشركات الصناعية العربية حسب قطاعات النشاط خلال الفترة 2007-2015	9-4
193	نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية بين الدول العربية خلال الفترة 2007-2015	10-4
194	نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية بين الدول العربية عبر الزمن خلال الفترة 2007-2015	11-4
195	نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية بين قطاعات النشاط عبر الزمن خلال الفترة 2007-2015	12-4
205	توزيع الشركات محل الدراسة على الأسواق المالية العربية	13-4
207	أسعار ومتوسط أسعار الصرف الرسمية لعملات الدول العربية محل الدراسة	14-4
210	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة	15-4
212	إختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة المستقلة	16-4

214	نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية	17-4
216	نتائج اختبار مضاعف لاجرنج	18-4
224	نتائج نموذج بانل المصحح	19-4
244	توزيع الشركات محل الدراسة على القطاعات الصناعية المختلفة	1-5
250	الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	2-5
251	إختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة	3-5
248	توزيع الشركات محل الدراسة على القطاعات الصناعية المختلفة	1-5
253	تطور متوسط ربحية الشركات محل الدراسة خلال الفترة 2015-2007	2-5
254	تطور متوسط القيم السوقية للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2015-2007	3-5
255	توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة حسب القطاعات الصناعية	4-5
257	توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية	5-5
258	توزيع متوسط ربحية الشركات حسب الدول العربية	6-5
259	توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب الدول العربية	7-5
260	إختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة التابعة	8-5
261	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة التفسيرية	9-5
262	نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية (نموذج ROE)	10-5
263	نتائج النماذج الثلاث للبيانات الزمنية المقطعية (نموذج PBV)	11-5
266	نتائج اختبار مضاعف لاجرنج (نموذج ROE)	12-5
266	نتائج اختبار مضاعف لاجرنج (نموذج PBV)	13-5
267	نتائج اختبار هوسمان (نموذج ROE)	14-5
268	نتائج اختبار هوسمان (نموذج PBV)	15-5
269	نتائج نموذج الآثار الثابتة (نموذج ROE)	16-5
269	نتائج نموذج الآثار الثابتة (نموذج PBV)	17-5
274	نتائج طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لنموذج ROE	18-5
274	نتائج طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لنموذج PBV	19-5



فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
05	أنواع الاستثمارات في المؤسسة	1-1
06	التدفقات المادية و النقدية في دورة الاستغلال	2-1
25	علاقة قيمة المؤسسة بتكلفة الأموال	3-1
35	المعدلات المختلفة لنمو توزيعات الأرباح	4-1
45	منحي تكلفة الأموال	5-1
83	العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح	1-2
84	العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات	2-2
85	العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا للمدخل التقليدي	3-2
89	تكلفة الأموال بدلالة الرفع المالي	4-2
93	قيمة المؤسسة المقترضة وغير المقترضة وتكلفة رأس المال بدلالة الرفع المالي في ظل وجود ضريبة على الدخل	5-2
96	تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل القيم المختلفة للضرائب	6-2
98	توازن سوق السندات وفق مقارنة <i>Miller</i>	7-2
102	العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال في ظل وجود تكاليف إفلاس	8-2
102	العلاقة بين الرفع المالي و قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف إفلاس	9-2
109	مستوى الاقتراض الأمثل في ظل تكاليف الوكالة	10-2
110	قيمة المؤسسة المقترضة في ظل تكاليف الافلاس وتكاليف الوكالة	11-2
161	تمويل المؤسسة على حسب مراحل دورة حياتها	1-3
175	تطور بيانات القطاع المصرفي العربي خلال الفترة 2013-2016	1-4
188	توزيع متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية حسب كل دولة خلال الفترة 2007-2015	2-4

189	تطور متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015	3-4
190	هيكل القروض المالية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015	4-4
192	متوسط نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية حسب قطاعات النشاط خلال الفترة 2007-2015	5-4
199	خطوات ومراحل اختبار التجانس	6-4
213	مخطط توضيحي لكيفية اختيار نموذج الدراسة الملائم	7-4
249	النماذج الوصفية للعلاقة بين متغيرات الدراسة	1-5
253	تطور متوسط ربحية الشركات محل الدراسة خلال الفترة 2007-2015	2-5
254	تطور متوسط القيم السوقية للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2007-2015	3-5
256	توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة حسب القطاعات الصناعية	4-5
257	توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية	5-5
258	توزيع متوسط ربحية الشركات حسب الدول العربية	6-5
259	توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب الدول العربية	7-5

قائمة الاختصارات

الاختصار	الدلالة	
	اللغة الانجليزية	اللغة العربية
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Mode</i>	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
ROE	<i>Return On Equity</i>	العائد على الأموال الخاصة
ROA	<i>Return On Assets</i>	العائد على الأصول
EVA	<i>Economic Value Added</i>	القيمة الاقتصادية المضافة
EPS	<i>Earnings Per Share</i>	ربحية السهم
NI	<i>Net Income</i>	صافي الربح
NOI	<i>Net Operating Income</i>	صافي الربح التشغيلي
M.M	<i>Modigliani &amp; Miller</i>	مودجلياني وميلر
ANOVA	one-way analysis of variance	تحليل التباين الأحادي
PRM	<i>Pooled Regression Model</i>	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	<i>Fixed Effects Method</i>	نموذج الآثار الثابتة
REM	<i>Random Effects Method</i>	نموذج الآثار العشوائية
OLS	<i>Ordinary Least Square</i>	المربعات الصغرى العادية
GLS	<i>Generalized Least Square</i>	المربعات الصغرى المعممة
PSCE	<i>Panel-Corrected Standard Errors</i>	الأخطاء المعيارية المصححة لبائل
PBV	<i>Price to Book Value</i>	القيمة السوقية للسهم على قيمته الدفترية
USA	<i>United States of America</i>	الولايات المتحدة الأمريكية

# مقدمة

## 1- تمهيد:

يُعتبر التمويل أحد المقومات الأساسية لبقاء المؤسسات ودافعا قويا لنموها وازدهارها، إذ به تواجه المؤسسة التزاماتها المالية وتحرك دورة استغلالها، وبه تتمكن من تعزيز أصولها وتنمي استثماراتها. ونتيجة لذلك تسعى إدارة المؤسسة لمعرفة مصادر التمويل المتاحة لها والاطلاع على خصائصها لتتمكن من اختيار أنسبها وفقا للأهداف العليا الموضوعة وفي ظل شروط وقيود البيئة المحيطة. وعليه فإن القرارات المتعلقة بالتمويل تعدّ من أهمّ القرارات المالية التي تتخذ على مستوى الإدارة العليا في المؤسسة والتي تعكس مدى كفاءتها وقدرتها على تحقيق الأهداف الموضوعة.

وتشترك عناصر كثيرة في تأثيرها على الطريقة التي يتم بها انتقاء مصادر التمويل المختلفة وفي نسبة كل واحد منها في المزيج التمويلي للمؤسسة، فمن هذه العناصر ما هو متعلق بالمؤسسة من حيث خصائص نشاطها وطبيعة ملكيتها ونتائج أعمالها وطريقة تسييرها، ومنها ما هو متعلق بعناصر البيئة المحيطة التي تنشط فيها المؤسسة، مثل القيم السائدة في المجتمع والفلسفة الاقتصادية للدولة وطبيعة القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي ومؤشرات الاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى كفاءة النظام المالي في الدولة ومدى استقراره وتطوره.

كما ينبغي التأكيد على أنّ القرارات المالية الرشيدة والتي تتسم بالكفاءة، تفترض وجود أهداف محدّدة وواضحة ينبغي حصرها وتحديدها والاتفاق عليها؛ حيث يمكن القول أنّ ما ترمي إليه القرارات التمويلية يجب أن يتسق مع الأهداف العليا للمؤسسة والتي تتمحور أساسا حول الموازنة بين هدف تعظيم الأرباح من جهة والرغبة في تخفيض المخاطر الكلية التي ترافق نشاط المؤسسة من جهة أخرى، والتي تؤثر في المحصلة على قيمة المؤسسة.

ورغم تعدّد بدائل التمويل المتاحة أمام المؤسسة، إلا أنّ الاهتمام لا يزال منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال خاصة وأموال مقترضة، وهذا نظرا لتأثير هذا القرار على جوانب مهمّة في نشاط المؤسسة ونتائجها وسلطة اتخاذ القرار فيها. حيث تعتبر النظريات الخاصة بدراسة الهيكل التمويلي أحد أكثر المواضيع التي تمّ البحث فيها ومناقشتها ضمن الدراسات الخاصة بتمويل المؤسسات، فالنظرية الحديثة لهيكل التمويل بدأت بأبحاث **Modigliani & Miller** سنة 1958، عندما قدّما مقالتهما المشهورة: تكلفة رأس المال، تمويل الشركات ونظرية الاستثمار،

وتوصلاً إلى نتيجة مفادها أنّ تكلفة رأس المال لا تتأثر بالطريقة المعتمدة في التمويل، وأنّ الهيكل التمويلي لا يؤثر في القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أنّ هذه القيمة تتحدّد برسمة العائد المتوقّع على أساس معدّل رسملة يتمثل في معدّل العائد على الاستثمار في السهم العادي لمؤسسات أخرى من نفس فئة المخاطر.

منذ ذلك الحين بدأت المقاربات النظرية حول الهيكل التمويلي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة بالظهور، خاصة في ظلّ إسقاط افتراضات السوق الكامل، مثل نظرية الموازنة Trade Off Theory التي ارتكزت في تحليلها على عوامل مثل تكاليف الافلاس وتكاليف الوكالة والوفر الضريبي في تفسيرها لقرارات التمويل. فيما ركّزت نظريات أخرى مثل نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل Pecking Order Theory على عدم تماثل المعلومات بين من هم داخل الشركة ومن هم خارجها، وأثر ذلك على اختيارات المؤسسة التمويلية، ونظرية توقيت السوق Market Timing Theory التي اهتمت بتأثير التوقيت الذي تكون فيه المؤسسة بحاجة إلى التمويل وظروف سوق الأموال السائدة، على سلّم التفضيلات لمصادر التمويل المتاحة.

ولقد بيّنت الدراسات التطبيقية التي أُجريت لاختبار مدى صحّة هذه النظريات واتّساقها مع السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في الواقع العملي، عدم امكانية التوصل إلى نتائج ثابتة ومستقرّة حول العلاقة بين القرار التمويلي للمؤسسة وقيمتها السوقية وكيفية اختيار المؤسسة لهيكلها التمويلي، حيث كانت نتائجها متباينة ممّا نتج عنه إجماع قليل واختلاف كبير، خاصة في ظلّ عدم تجانس اقتصاديات الدول التي تمارس المؤسسات أعمالها فيها، وعدم تطابق الأساليب الإحصائية والقياسية المستخدمة في إنجاز الدراسات المختلفة، وهو ما ترك الكثير بين النظرية والتطبيق بحاجة لمزيد من الدراسة والاختبار.

كما أنّ فهم تأثير العوامل المتعلقة بالدولة محلّ النشاط في تشكيل الهيكل التمويلي للمؤسسة وعلاقته بالأداء المالي لها لا يزال محدوداً وغير واضح تماماً، حيث ركّزت أغلب الدراسات على خصائص المؤسسات وقطاع النشاط الذي تنتمي إليه وأهملت عوامل المحيط الاقتصادي والقانوني والثقافي للدولة محلّ النشاط. بالإضافة إلى أنّ أغلب الدراسات التطبيقية التي تمّ إجراؤها اهتمت

بتحليل الهياكل التمويلية للمؤسسات العاملة في الاقتصاديات المتقدمة وأهملت قطاع المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات الناشئة.

ومن هذا المنطلق يجدر بنا التساؤل عن مدى قدرة نتائج وتنبؤات نظريات الهيكل التمويلي المختلفة، التي تم صياغتها في الدول المتقدمة اقتصادياً، على تفسير السلوك التمويلي للشركات الاقتصادية العربية، بالنظر إلى خصوصية البيئة المحيطة التي تنشط فيها، واختلاف خصائصها عن خصائص نظيراتها في الدول المتقدمة.

## 2- إشكالية الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في اختبار وتقييم العلاقة بين بعض العوامل، التي نصت عليها النظريات العلمية أو التي تم اختبارها في الدراسات التطبيقية، والهياكل التمويلية للشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015، حيث أن بيان مثل هذه العلاقة يساعد على فهم القرارات التمويلية التي تتخذ على مستوى المؤسسة الاقتصادية العربية من خلال التعرف على العوامل المؤثرة فيها واكتشاف مواطن القوة والضعف في هياكلها التمويلية والتي تعتبر من بين محددات بقائها واستمراريتها. كما سيتم تحليل أثر الاختيارات التمويلية لهذه الشركات على أدائها المالي خلال فترة الدراسة، وهذا من خلال بيان وقياس العلاقة بين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية من جهة، وربحية الشركات وقيمها السوقية من جهة أخرى.

من خلال ما تقدّم يمكن طرح إشكالية البحث في السؤال الجوهرى التالي:

**ما هي العوامل المؤثرة في اختيار الهياكل التمويلية للشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية، وما أثر هذه الهياكل التمويلية على ربحية الشركات وقيمها السوقية ؟**

انطلاقاً من هذا السؤال الجوهرى، يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

✓ ما هي العوامل المتعلقة بخصائص الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية التي تؤثر على نسب الاقتراض المالي في هياكلها التمويلية؟

✓ هل تؤثر خصائص البيئة المحيطة على نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية ؟

✓ ما هي العلاقة بين نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية المُدرجة في الأسواق المالية العربية وربحية هذه الشركات؟

✓ ما هي العلاقة بين نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية المُدرجة في الأسواق المالية العربية والقيم السوقية لهذه الشركات؟

### 3- فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة لاختبار مدى قدرة مجموعة من العوامل في التأثير على شكل الهياكل التمويلية لعينة من الشركات الصناعية المُدرجة في البورصات العربية، وقياس العلاقة بين نسب الاقتراض في هياكلها التمويلية وأدائها المالي. ولتحقيق هذا الهدف سيتم اختبار تأثير إحدى عشر (11) متغيراً مستقلاً على نسبة إجمالي القروض المالية في تركيبة الهيكل التمويلي للشركات محلّ الدراسة وقياس العلاقة بين نسبة إجمالي القروض المالية في الهياكل التمويلية من جهة وربحية الشركات وقيمها السوقية من جهة أخرى، وهذا باستخدام نموذج الانحدار المتعدّد.

وعليه فإنّه تبعاً لأدبيات الدراسة وانسجاماً مع مشكلة الدراسة ولتحقيق أهدافها، تمّ صياغة ثلاثة فرضيات رئيسية على النحو التالي:

#### الفرضية الرئيسية الأولى:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اختيار الهياكل التمويلية للشركات الصناعية المُدرجة في الأسواق المالية العربية محلّ الدراسة، وكل من العوامل التالية:

**العوامل المرتبطة بخصائص الشركة:** هيكل الأصول، معدّل النمو، حجم الشركة، عمر الشركة، ربحية الشركة، الوفورات الضريبية للاقتراض، الوفورات الضريبية البديلة، سيولة الشركة.

**العوامل المرتبطة بخصائص البيئة المحيطة بالشركة:** معدّل التضخّم، معدّل نمو الناتج المحلي، معدّل نمو السيولة النقدية، معدّل نمو رسملة سوق رأس المال.

#### الفرضية الرئيسية الثانية:



لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي، ممثلًا في نسبة إجمالي القروض المالية إلى الأصول الصافية، على ربحية الأموال الخاصة للشركات الصناعية المُدرجة في الأسواق المالية العربية.

#### الفرضية الرئيسية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي، ممثلًا في نسبة إجمالي القروض المالية إلى الأصول الصافية، على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات الصناعية المُدرجة في الأسواق المالية العربية.

#### 4- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهميّة موضوع الدراسة كونه تناول أحد أهم المواضيع في مجال عمل الوظيفة المالية في المؤسسة وهو المجال الذي يُعنى بتدبير الأموال وكيفية الاختيار بين مصادرها المختلفة، ولقد شكّل هذا الموضوع على مدى عقود من الزمن، مجالًا خصبًا للتطوير العلمي والدراسة التطبيقية. ورغم هذه الأهمية التي يحظى بها قرار التمويل في مجال الدراسات العلمية والتحليل النظري، إلا أنه لا يلقى العناية نفسها من طرف أصحاب القرار داخل المؤسسات الاقتصادية أثناء الممارسة العملية، خاصة في الدول العربية.

وعليه، فإنّ أهمية هذه الدراسة تكمن في كونها محاولة جادة لتضييق الفجوة بين النظرية والتطبيق في مجال قرارات التمويل عند المؤسسة الاقتصادية العربية، من خلال تحليل أثر الخصائص المميّزة لهذه الشركات وسميات المحيط الذي تعمل فيه على هياكلها التمويلية، ومقارنة النتائج المتحصّل عليها مع ما نصّت عليه النظريات العلمية وما توصّلت إليه الدراسات التطبيقية. بالإضافة إلى تحليل أثر الاختيارات التمويلية لهذه الشركات على الأداء المالي لها.

#### 5- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتقييم العلاقة بين بعض المحدّات الداخلية والخارجية، وبين شكل الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة العربية من خلال قياس تأثير مجموعة من العوامل التي وردت ضمن نظريات الهيكل التمويلي على قرار التمويل في هذه الشركات، حيث أنّ

الدراسات العملية أوضحت أن الاختلافات في الهيكل التمويلي يمكن تفسيرها من خلال نظريات التمويل الحديثة للدول المتقدمة اقتصادياً، إلا أن العوامل المؤثرة على قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية للدول العربية يبقى محلّ جدل بسبب عدم انسجام الافتراضات التي بُنيت عليها هذه النظريات الحديثة مع واقع الحال لاقتصاديات الدول العربية.

كما تهدف الدراسة إلى تحليل أثر الاختيارات التمويلية للشركات الصناعية العربية محلّ الدراسة، من خلال نسب الاقتراض المالي في هياكلها التمويلية، على الأداء المالي لها مُقاساً بربحية الأموال الخاصة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

#### 6- حدود الدراسة:

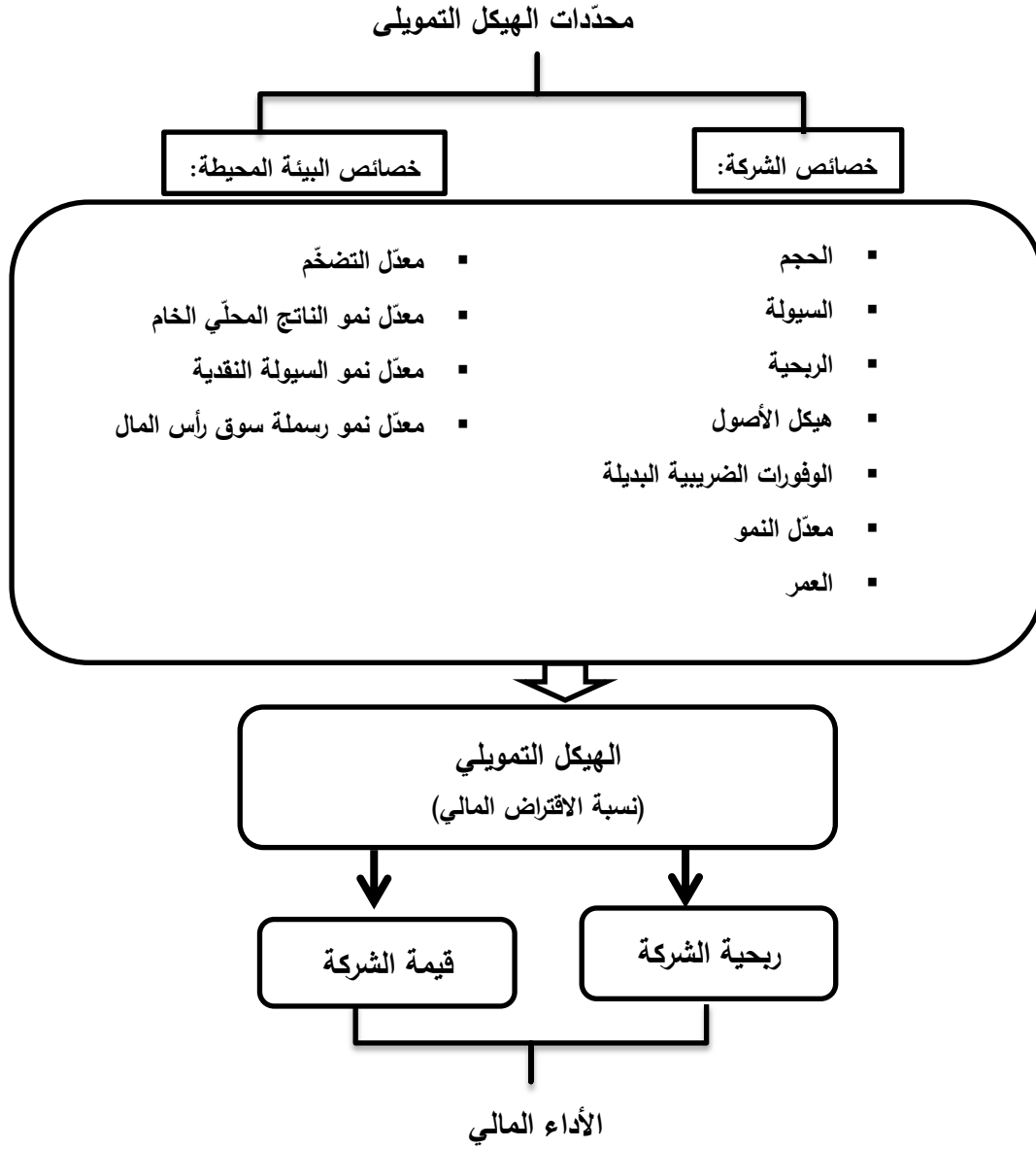
تستهدف الدراسة مجموعة مكوّنة من 194 شركة صناعية عربية موزّعة على اثنا عشر (12) دولة عربية، وهي: الأردن، السعودية، عُمان، المغرب، قطر، الكويت، تونس، الجزائر، البحرين، مصر، الامارات العربية المتّحدة، لبنان. مع العلم أنّ كل واحدة من هذه الشركات مُدرجة في واحد من الأسواق المالية العربية التالية: بورصة عمّان، السوق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية، بورصة القيم بالدار البيضاء، بورصة قطر، سوق دبي للأوراق المالية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الاوراق المالية تونس، البورصة المصرية وبورصة الجزائر. أمّا الفترة الزمنية للدراسة فهي الفترة الممتدّة من بداية سنة 2007 إلى غاية نهاية سنة 2015.

#### 7- منهجية البحث

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وذلك باتباع أسلوبين متكاملين، يتمثّل الأول في اللجوء إلى المصادر المكتبية من أجل توثيق المداخل العلمية التي عالجت موضوع الهيكل التمويلي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة. أمّا الأسلوب الثاني فهو القياس الإحصائي باستخدام تحليل الانحدار المتعدّد من خلال تطوير نموذجين تطبيقيين، يهتم النموذج الأول بتفسير السلوك التمويلي للشركات الصناعية العربية بهدف اختبار أثر بعض العوامل على نسبة الرفع المالي في الهيكل التمويلي، أمّا النموذج الثاني فيدرس أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة هذه الشركات محلّ الدراسة.

## 8- مخطط توضيحي لنماذج الدراسة:

يمثل الشكل الموالي مخطط توضيحي لنماذج الدراسة المقترحة:



9- الدراسات السابقة: تنوعت وتعددت الدراسات التي تناوت موضوع قرارات التمويل والهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية، حيث يمكن تبويبها وفقا لعدة معايير، وتماشيا مع طبيعة الدراسة الحالية وأهدافها سوف نصنف الدراسات السابقة حسب الحدود المكانية لها إلى دراسات اهتمت بدراسة الهيكل التمويلي لمؤسسات تنشط في دولة واحدة، ودراسات اهتمت بدراسة الهيكل التمويلي لمؤسسات تنتمي لعدة دول.

## أ- الدراسات على مستوى دولة واحدة:

▪ دراسة موفق رفاعي عبد الرحمان هناندة (2007) بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996-2006)", أطروحة دكتوراه، جامعة الدراسات الادارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2007.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، حيث استخدمت الدراسة خمسة (5) من المتغيرات لتحقيق ذلك، منها ثلاثة (3) متغيرات مستقلة تتعلق بالهيكل التمويلي، ممثلة في القروض طويلة الأجل والتمويل من خلال أسهم رأس المال والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، ومتغيرين تم اعتبارهما كمتغيرات معدلة هما حجم وعمر الشركة. أما المتغيرات التابعة فهناك متغير تابع واحد وهو الأداء المالي ممثلاً بمعدل الربحية ومؤشر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. حيث قام الباحث بدراسة مجتمع الدراسة البالغ 88 شركة مساهمة عامة صناعية مدرجة في بورصة عمان في الأردن عام 2006، أما عينة الدراسة فقد اشتملت على 48 شركة، واستخدم الباحث نموذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقة التي تربط المتغير التابع وهو الأداء المالي مع المتغيرات المستقلة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التمويل بالأموال الخاصة والأداء المالي للشركات، أما التمويل بالقروض طويلة الأجل فقد بينت الدراسة أن له أثر عكسي على نسب الأداء المالي للشركات، في حين أن الدراسة أظهرت أن التمويل بأسهم رأس المال كان له أثر عكسي، فكلما زاد التمويل بالأسهم انخفضت نسب الأداء المالي لهذه الشركات. كما بينت الدراسة أن التمويل بالأرباح المحتجزة كان له أثر إيجابي على الأداء المالي للشركات وأن هناك آثاراً إيجابية لكل من عمر الشركة وحجم مبيعاتها على مؤشرات الربحية فيها.

▪ دراسة علاء عبد الحسين صالح الساعدي (2012) بعنوان: "هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه"، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 23، جامعة البصرة، العراق، 2012.

هدفت الدراسة إلى دراسة الهيكل التمويلي وأثر طبيعته النشاط الاقتصادي وبعض المتغيرات على هذا الهيكل، حيث استخدمت الدراسة أسلوب البيانات الزمنية المقطعية (Panel Data) لعينة مؤلفة من 35 شركة مُدرجة في سوقي أبوظبي ودبي للأوراق المالية لمدة ستة (6) سنوات من سنة

2005 وإلى غاية سنة 2010 بانتباع الانحدار المتعدّد باستخدام نموذج الآثار الثابتة (Fixed effect (within) rgression).

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة، من أبرزها وجود تأثير لنوع النشاط الذي تُمارسه الشركة على الهيكل التمويلي، حيث توصلت الدراسة إلى أنّ هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة وحجم الشركة مع الرفع المالي، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والرفع المالي مما يعني أنّ الشركات التي تملك أصولاً ثابتة كبيرة تسعى إلى الرفع المالي من أجل زيادة نشاطها التشغيلي، ولكن في نفس الوقت تلجأ إلى الاقتراض كخيار ثانٍ بعد أن تستخدم الأموال الخاصة كخيار أول.

▪ **دراسة Salah Eddine Kartobi (2013) بعنوان: "محددات الهيكل المالي وردود فعل السّوق المالي لقرارات التمويل – حالة الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء".**

**Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement: cas des Sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca**, Thèse de doctorat non publiée : Thèse en cotutelle international Université Cadi Ayyad et Université Nice Sophia Antipolis, 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر مجموعة من العوامل في اختيار الهيكل التمويلي لعينة من 50 شركة مغربية مُدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2003-2010، ومحاولة اختبار أثر قرارات التمويل على الأسعار السوقية لأسهم تلك الشركات. حيث قام الباحث، كمرحلة أولى باستخدام نموذج الانحدار المتعدّد باستخدام البيانات الزمنية المقطعية للتأكد من قدرة المحددات التقليدية للاستدانة على تفسير الهيكل التمويلي للشركات المغربية في الفترة العادية وفي فترة الأزمة المالية. وفي المرحلة التالية قام الباحث باختبار نظرية اتفاقيات التمويل من خلال القيام بتحليل المكونات الرئيسية وتصنيف تدرّجي متصاعد، ثم في المرحلة الأخيرة قام بتقييم مدى تفاعل السّوق المالي مع قرارات التمويل للشركات محل الدراسة من خلال تحليل أثر إعلانات رفع رأس المال وإصدار السندات على أسعار أسهم الشركات التي قامت بها.

توصلت الدراسة إلى أنّ بعض المتغيّرات، فقط، التي وردت في النظرية المالية هي من تلعب دوراً مهماً في السياسة التمويلية للمؤسسات المغربية. كما أظهرت الدراسة أنّ الهيكل التمويلي

للشركات محلّ الدراسة يتأثر بطبيعة الاحتياجات المراد تمويلها، حيث تعتمد أغلبية مؤسسات العينة في الأوقات العادية على نظام التمويل الذاتي وفي فترات الركود تلجأ إلى السحب على المكشوف. كما أظهرت نتائج الدراسة أنّ السوق المالي لا يتفاعل مع قرارات رفع رأس المال وإصدار سندات الدين، حيث أن المعلومات والاشارات التي تحملها قرارات التمويل للمؤسسات لا تمثل أي قيمة للمستثمرين في السوق.

▪ **دراسة ضيف ياسين وزوزي محمد (2015)** بعنوان: " تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012)"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى تفسير الكيفية التي يتم بها اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل التمويلي بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة، وعليه تم اختبار مدى تأثير الهيكل التمويلي على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012 حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة. تم استخدام أسلوب البيانات الزمنية المقطعية لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقياساً بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمتغيرات المستقلة التالية: الهيكل التمويلي معبراً عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردودية، حجم الشركة مقاساً بلوغاريتم إجمالي الأصول، النمو والمخاطر النظامية.

توصّلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي، مقاساً بـ: بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، والمخاطر النظامية من جهة، وقيمة الشركة من جهة أخرى. وعلاقة عكسية بين الهيكل التمويلي، مقاساً بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة وحجم الشركة من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى. وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية والنمو من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى.

▪ **دراسة محمد يوشوشة (2016)** بعنوان: "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.

هدفت الدراسة إلى تحليل مختلف سياسات التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر وعددها عشرة (10) خلال فترة الدراسة 2010-2013، حيث تم تحليل تطور سياسة التمويل الذاتي وسياسة التمويل الخارجي التي انتهجتها الشركات خلال فترة الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أن الشركات محلّ الدراسة تعتمد في تمويلها ، بداية، على التمويل الذاتي، ثمّ تعتمد بعد ذلك على سياسة الاستدانة القائمة على الاقتراض البنكي، ثم سياسة الاستدانة القائمة على السوق المالي وهي سياسة الاقتراض السندي، وآخر خيار تفضله المؤسسات هو سياسة التمويل الخاص الخارجي القائم على زيادة رأس المال عن طريق طرح الأسهم. ووفقا لذلك خلصت الدراسة إلى أنّ نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل هي الأنسب لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات محل الدراسة.

ب- الدراسات على مستوى عدّة دول:

▪ **دراسة Sung Hee Lew (2012) بعنوان: "البحث عن أنسب نظرية لهيكل رأس المال ومحدّدات مستوى الرافعة".**

**An Investigation of the most appropriate capital structure theory and leverage level determinants, Unpublished doctoral dissertation, the University of Edinburgh, United Kingdom, 2012.**

هدفت الدراسة إلى استقصاء نظريات الهيكل التمويلي ومحدّدات الرفع المالي وهذا من أجل تحديد النظريات الأكثر ملائمة لتفسير السلوك التمويلي للشركات. حيث قام الباحث باختبار النظريات الرئيسية الثلاثة للهيكل التمويلي وهي نظرية الموازنة ونظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل ونظرية توقيت السوق، من خلال استخدام النماذج الاحصائية الساكنة والديناميكية بإدماج 13 متغيّر تمثّل محدّدات الهيكل التمويلي. وقد قام الباحث بدراسة عينة حجمها 4598 شركة تنتمي لـ 27 قطاع اقتصادي وتنشط في 11 دولة وهذا خلال فترة 20 سنة.

توصّلت الدراسة إلى أنّ الهيكل التمويلي يتأثّر بخصائص الشركات وعوامل الاقتصاد الكليّ مجتمعة، وأنّ الشّركات محلّ الدراسة تميل إلى الاقتراض بمستويات معتدلة من أجل الحدّ من احتمالات الإفلاس، وتعمل في نفس الوقت على استغلال الفرص المتاحة عند حالات التقييم المرتفع

لأسهمها في السوق المالي من خلال إصدار أسهم لزيادة التدفق النقدي الداخل. كما أنّ السلوك التمويلي للشركات محلّ الدراسة يتّسق أكثر مع تنبؤات نظرية الموازنة، على الرغم من أنّ نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية توقيت السوق تفسّر إلى حدّ ما شروط إصدار الأسهم.

▪ **دراسة Ting Ting Zhu (2014)** بعنوان: "هيكل رأس المال في أوروبا: محدّدات، توقيت السوق وسرعة التعديل".

**Capital structure in europe: Determinants, Market timing and Speed of adjustment**, Unpublished doctoral dissertation, University of Leicester, London, United Kingdom, 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى فحص محدّدات الهيكل التمويلي في الشركات الأوروبية المُدرجة في البورصة بالإضافة إلى اختبار تأثير توقيت السوق على السلوك التمويلي لها، وسرعة تعديل الهياكل التمويلية نحو الهياكل التمويلية المستهدفة. ولقد حاول الباحث دراسة أثر التحوّلات والأحداث التي عرّفها أوروبا خلال العقدين الماضيين سواء من الناحية السياسية أو من الناحية المالية، خاصة أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية، على الأسواق المالية والقطاع المصرفي والتي كان من بين نتائجها ارتفاع احتمالات إفلاس المؤسسات وزيادة عدد البنوك والمؤسسات العاجزة وعدم توقّر السيولة وانخفاض القيم السوقية للمؤسسات. وكان لهذه النتائج أثر سلبي على تدفق الأموال نحو المؤسسات سواء من خلال القنوات المصرفية أو من خلال الأسواق المالية. ولقد استخدمت الدراسة نماذج قياسية متنوّعة لتحليل بيانات زمنية مقطعية غير متوازنة مجمّعة من 15 بلد أوروبي. واستعملت طريقة العزوم المعمّمة The generalized method of moments باعتبارها الأنسب لتقدير النموذج القياسي للدراسة.

توصّلت الدراسة إلى وجود تأثير لتقييم السوق المالي لأسهم المؤسسة على اختياراتها التمويلية إلا أنّ التأثير كان سلبيا وليس إيجابيا كما أشارت إليه نظرية توقيت السوق، وفي نفس الوقت قدّمت الدراسة أدلة تدعم جزئيا كل من نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل ونظرية الموازنة في قدرتهما على تفسير السلوك التمويلي للشركات العاملة في أوروبا. كما توصّلت الدراسة إلى أنّ معدّل سرعة التعديل السنوية نحو هيكل رأس المال المستهدف بالنسبة للشركات محلّ الدراسة هو، في المتوسط، ربع الزاّفة المالية بالقيمة الدفترية ونصف الزاّفة المالية بالقيمة السوقية. وأظهرت الدراسة



أنّ الشركات في هولندا وفنلندا هي الأسرع في تعديل هياكلها التمويلية في حين أنّ الشركات الفرنسية والاسبانية هي الأبطأ في ذلك. أمّا فيما يخص القوى المحرّكة لسرعة التعديل فأظهرت الدراسة أنّ الشركات العاملة في الاقتصاديات الأكثر غنى واستقراراً والتي بها جهاز بنكي أكثر تركيزاً هي الأسرع في تعديل هياكلها التمويلية.

▪ دراسة أيمن عبد الكريم الزعبي (2014) بعنوان: "محدّدات هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالية: حالة الأردن ودول مجلس التعاون الخليجي"، أطروحة دكتوراه، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2014.

تمّ في هذه الدراسة مقارنة الهياكل التمويلية بين الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالية في الأردن، السعودية والكويت وقطر والبحرين ودبي وعمان، ومحاولة بيان مدى تأثر هيكل التمويل بالعوامل المتعلقة بالشركات نفسها والعوامل المتعلقة بالدول محلّ نشاط هذه الشركات خلال الفترة 2004-2011 باستخدام التحليل القياسي بأسلوب البيانات الزمنية المقطعية. حيث استخدم الباحث نموذجين للدراسة. تمثّل النموذج الأول في نموذج الشركات الذي يتضمّن الرافعة المالية كمتغير تابع والنمو، الحجم، العائد على الموجودات، المخاطرة والموجودات الملموسة كمتغيرات مستقلة، ولا يتضمّن تأثير العوامل المتعلقة بالدول. أمّا النموذج الثاني فتضمّن في جانب المتغيرات المستقلّة بعض عناصر الاقتصاد الكليّ للدول مكان نشاط الشركات محل الدراسة.

وبيّنت مقارنة النتائج الكلية للنموذجين أنّ العوامل الخاصة بالشركات هي صاحبة التأثير الأكبر في تحديد الهيكل التمويلي للشركات في حين أنّ تأثير العوامل المتعلقة بالدول التي تمارس هذه الشركات عملها فيها بسيط على الهيكل التمويلي.

▪ دراسة Mwangi Joseph Muchiri et al (2016) بعنوان: "العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركات المدرجة في الأسواق المالية لشرق إفريقيا".

**Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges**, Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking, Vol.5, N°1, 2016.

اختبرت الدراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي لعينة من الشركات المُدرجة في الأسواق المالية لشرق إفريقيا، حيث استخدمت الدراسة المنهج الوصفي لتحليل البيانات الزمنية المقطعية لـ 61 شركة خلال الفترة 2006-2014 وتمّ استخدام طريقة المربّعات الصغرى المعمّمة ونموذج التأثيرات العشوائية للنماذج بدون وسيط، ونموذج الآثار الثابتة للنماذج بوجود وسيط، وهذا بالاعتماد على اختبار المواصفات لهوسمان (HAUSSMAN).

وكشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية غير معنوية للمتغيّرات المستقلّة التالية: القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والأرباح غير الموزّعة والأموال الخاصة الخارجية مع العائد على الأصول، ووجود علاقة طردية غير معنوية بين نفس المتغيّرات المستقلّة السابقة مع العائد على الأموال الخاصة. كما أظهرت الدراسة وجود تأثير كبير لمعدّل نمو الناتج المحليّ الخام للبلد محلّ النشاط على العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي.

#### 10- موقع الدراسة من الدراسات السابقة:

ما يميّز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة خاصة العربية منها، أنّ مجالها المكاني أوسع من حدود الدولة الواحدة حيث تضمّ عينة الدراسة عددا كبيرا من الشركات الصناعية التي تنتمي إلى اثني عشر (12) بلد عربي وتنشط في ثلاثة عشر (13) سوق مالي عربي، وهي بذلك تعتبر الدراسة الأولى، على حدّ علم الباحث، التي تضمّنت هذا العدد من الدول العربية.

ولكونها اشتملت على شركات تنتمي لبلدان مختلفة فإنّها تضمّنت، بالإضافة إلى محدّدات الهيكل التمويلي المتعلّقة بخصائص الشركات، بعض المحدّدات المتعلّقة بخصائص البلد محلّ نشاط الشركة، وهي المحدّدات التي عادة ما يتمّ إهمالها في الكثير من الدراسات، على الرغم من أهمّيتها في تفسير السلوك التمويلي للشركات. أمّا في الجانب المتعلّق بتأثير الهيكل التمويلي على الأداء المالي، فإنّ ما يميّز هذه الدراسة عن الكثير من الدراسات السابقة أنّها استعملت مؤشّري الربحية والقيمة معاً، للتعبير عن الأداء المالي للشركات محلّ الدراسة.

## 11- خطة البحث:

جاءت الدراسة في خمسة (5) فصول، حيث اشتمل الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان: مدخل للتمويل وقرارات التمويل في المؤسسة على ثلاثة مباحث، تضمّن المبحث الأول على مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فتضمّن تكلفة الأموال، في حين اشتمل المبحث الثالث على المقومات الأساسية لقرارات التمويل في المؤسسة وأهدافها.

أما الفصل الثاني: الأسس النظرية لقرارات التمويل وعلاقتها بقيمة المؤسسة؛ فتمّ تقسيمه إلى أربعة مباحث، احتوى المبحث الأول على مفاهيم أساسية حول القيمة وخلق القيمة في المؤسسة في حين اشتمل المبحث الثاني على نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض السوق الكامل، أما المبحث الثالث فتضمّن نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض السوق غير الكامل، والمبحث الأخير اشتمل على الاسهامات الحديثة في مجال نظرية التمويل.

أما الفصل الثالث: العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية؛ فتضمّن ثلاثة مباحث، حيث اشتمل المبحث الأول على محدّدات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وتمّ التطرّق في المبحث الثاني لتأثير عمر المؤسسة ودورة حياتها على الهيكل التمويلي، أما المبحث الثالث فاشتمل على تأثير عمر المؤسسة ودورة حياتها على الهيكل التمويلي.

أما الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في قرارات تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية؛ فقد احتوى على ثلاثة مباحث، حيث اشتمل المبحث الأول على دراسة عناصر المحيط المالي والاقتصادي للمؤسسة الاقتصادية العربية، وتناول المبحث الثاني بالتحليل لمستوى استنادة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015 بين الدول العربية وبين مختلف القطاعات الصناعية، أما المبحث الثالث فتضمّن محدّدات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015.

أما الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015؛ فتمّ تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حيث تعرّض المبحث الأول من هذا الفصل للدراسات ذات الصلة بالموضوع ومنهجية الدراسة، أما المبحث الثاني

فاشتمل على التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015، في حين تضمّن المبحث الثالث نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015.

## 12- صعوبات الدراسة:

إنّ أهمّ الصعوبات التي واجهت الباحث لإتمام الدراسة تمثلت، بالأساس، في نقص البيانات المتعلقة بمتغيّرات الدراسة التي تخصّ الشركات محلّ الدراسة، حيث أنّ عدداً كبيراً من البيانات خلال مدّة الدراسة، التي امتدت لـ 9 سنوات، كان مفقوداً على مستوى قاعدة البيانات DATASTREAM وهو ما اضطرّ الباحث إلى التنقيب عن البيانات المفقودة في المواقع الإلكترونية للشركات والمواقع المتخصصة وهو ما استغرق وقتاً وجهداً كبيرين. خاصّة وأنّ حجم العينة كان كبيراً وأنّ الشركات محلّ الدراسة موزّعة على 12 دولة عربية.

# الفصل الأول:

مدخل للتمويل وقرارات التمويل في

المؤسسة الاقتصادية

### تمهيد:

تعتبر إدارة الأموال من أهمّ الوظائف الأساسية للإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية، والتي يتحدّد من خلالها الحجم اللازم من الأموال لتمويل الاحتياجات الجارية والعمليات الاستثمارية للمؤسسة، ويتم اختيار طريقة التمويل المناسبة التي تتسجم مع ظروف المؤسسة وتُساهم في تحقيق الأهداف المرسومة. ومن أجل اتخاذ القرار الملائم بشأن التمويل، لابد على إدارة المؤسسة أن تخطّط بدقة لاحتياجاتها التمويلية لدورتي الاستغلال والاستثمار، وأن تكون على دراية تامّة بجميع مصادر التمويل المتاحة والإطلاع على خصائصها وتكاليف الحصول عليها، وهذا من أجل اختيار أنسبها وفقا للأصول العلمية المعروفة من أجل بلوغ الأهداف المرجوة.

ويعتبر قرار المفاضلة بين الأموال الخاصة والأموال المقترضة في التمويل من بين أكثر القرارات حساسية وأهمّية بالنسبة للمؤسسة، والذي لا يزال يُثير الكثير من الجدل حول العوامل المؤثّرة فيه من جهة، والطريقة التي يؤثّر بها هذا القرار على العائد والمخاطر في المؤسسة من جهة أخرى.

من خلال هذا الفصل سنحاول التعرّف على طبيعة الاحتياجات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وأهمّ بدائل التمويل المستعملة في تغطيتها، مع إبراز الطرق المعتمدة في حساب تكاليف الأموال والمقوّمات الأساسية لاتخاذ قرارات التمويل في المؤسسة والعوامل المحيطة بها والآثار المالية المترتبة عنها. ولبلوغ هذه الأهداف سألغة الذكر سيتمّ تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الرئيسية التالية:

**المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية.**

**المبحث الثاني: تكلفة الأموال.**

**المبحث الثالث: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية.**

### المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

بعد أن تحدّد المؤسسة حاجياتها ومطالبها المالية طبقا لما تقتضيه عملياتها التشغيلية والاستثمارية المختلفة، تأتي مرحلة حصر بدائل التمويل المتاحة والتعرّف على خصائصها وتكاليف الحصول عليها. حيث يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية مصادر تمويل متعدّدة، تتباين من حيث خصائصها وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، وهو ما يُتيح لها مجالا واسعا للمفاضلة بينها من أجل اختيار أنسبها.

### المطلب الأول: مفهوم التمويل والاحتياج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية

يُعتبر التمويل عصب الحياة في المؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها وأشكالها، إذ تحتاج المؤسسات في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها، وعند كل مستوى من مستويات نشاطها، إلى نوع أو آخر من مصادر التمويل من أجل القيام بأنشطتها ومهامها التي أنشئت من أجلها. وعموما يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، الاحتياج التمويلي لدورة الاستثمار والاحتياج التمويلي لدورة الاستغلال.

### أولا: مفهوم التمويل وأهميته في حياة المؤسسة الاقتصادية

إنّ التمويل هو توفير الأموال من مختلف المصادر وتزويد المؤسسة بها بصفة مستمرة ومنتظمة وفي الأوقات المناسبة. حيث يلعب التمويل دورا أساسيا في حياة المؤسسة الاقتصادية، فهو الذي يوفّر لها الأموال من مصادرها المختلفة للقيام بأنشطتها في مجالات عملها المتنوّعة، ممّا يسمح لها بتعزيز حظوظها في البقاء ويساعدها في تحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها.

وتبدأ الحاجة للتمويل من تاريخ تأسيس المؤسسة ودخولها عالم الأعمال، أين يقوم المالكون أو المساهمون بتزويد المؤسسة بأموالهم الخاصة التي تمكّنها من الانطلاق في أعمالها والقيام باستثماراتها، وتكون في نفس الوقت حافزا وضامنا لباقي المستثمرين والمقرضين من أجل إمداد المؤسسة بمزيد من الأموال.

وبعد قطع المؤسسة لأشواط معينة من حياتها، قد نحتاج إلى زيادة إنتاجها من حيث الكمية وتحسين المنتجات الحالية أو حتى الشروع في إطلاق منتج جديد كلياً، الأمر الذي يتطلب أموالاً إضافية. وبذلك فالتمويل في هذه الحالة يُقصد من ورائه توسيع المشروع بتزويده باستثمارات جديدة كالمباني والآلات والتجهيزات وغيرها من وسائل مضاعفة الطاقة الإنتاجية للشركة. بعبارة أخرى، فإنّ التمويل هو عملية توفير السيولة للمؤسسة لضمان تطورها وتوسّعها والسير الحسن لها، بما يُتيح لها الإنتاج أكثر في ظروف أفضل وهو ما يؤدي بها إلى تحقيق تدفقات نقدية أكبر من المبالغ الموظفة في الإنشاء والتوسيع.<sup>1</sup>

### ثانياً: الاحتياج التمويلي لدورة الاستثمار

تحتاج المؤسسة في بداية نشاطها إلى تمويل مقتنياتها من الأصول الثابتة والتي تظهر في أعلى الميزانية تحت مسمى الأصول الثابتة، حيث أنّ هذه الأصول قد تكون صناعية كما قد تكون تجارية أو مالية أو حتى في شكل قيم معنوية مثل نفقات البحوث والتطوير والتكوين.<sup>2</sup>

فمن الناحية المالية فإنّ كل نفقة تُصرف بغرض توليد نفقات نقدية مستقبلية وتُساهم في رفع القيمة السوقية للمؤسسة تمثّل استثماراً، حيث يُعتبر هذا المفهوم للاستثمار أكثر شمولية من المفهوم المحاسبي الذي لا يُعطي صورة كاملة عن الاستثمار في كثير من الأحيان. أمّا من وجهة النظر الاقتصادية، فإنّ الاستثمار هو تكوين لرأس مال إنتاجي ضروري لتحريك وظيفة الإنتاج خلال دورة الاستغلال، حيث يتكوّن رأس المال الإنتاجي من الأصول المادية الأساسية التي تتآكل مع مرور الزمن ويتم التخلّي عنها عندما تصبح لا تمثّل أي منفعة اقتصادية.<sup>3</sup>

إنّ استعمال وسائل الإنتاج يمتد لفترة طويلة (من 5 سنوات إلى 10 سنوات أو حتى 30 سنة) حيث أنّ فترة الحياة الاقتصادية قد ترتبط بمعطيات تقنية تتعلّق بفترة الحياة الفيزيائية للأصل، وقد ترتبط أيضاً باعتبارات اقتصادية واستراتيجية كتطوّر الوضع الاقتصادي والتكنولوجي واختيارات

<sup>1</sup> محفوظ جبار، «أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات»، ط1، ج1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، 2011، صص 28، 29.

<sup>2</sup> Nathalie Mourgues، «Financement et cout du capital de l'entreprise»، Economica، Paris، France، 1999، p.17.

<sup>3</sup> Pierre Conso et Farouk Hemici، «Gestion financière de l'entreprise»، 10<sup>ème</sup> édition، Dunod، Paris، France، 2002، p.38.



السياسة العامة للمؤسسة. كما أنّ دورة الاستثمار، غالباً، ما تنقطع بالتنازل عن الأصول أو عندما تصبح خارج الخدمة قبل انتهاء مدة حياتها الفيزيائية.

وتتنوّع الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، حيث يُمكن تصنيفها حسب الهدف المراد تحقيقه من ورائها، إلى استثمارات تجديد، استثمارات توسّع واستثمارات ابتكار. أمّا من حيث طبيعتها، فتُصنّف إلى استثمارات حقيقية، استثمارات معنوية واستثمارات مالية. ويمكن عرض هذه الأنواع من الاستثمارات التي يمكن للمؤسسة أن تقوم بها على النحو الموضح في الشكل (1-1) الموالي:

الشكل (1-1): أنواع الاستثمارات في المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع:

<http://istaofppts.blogspot.com/2016/05/chapitre-4-la-gestion-des.htm> (Consulté le: 10/01/2017)

### ثالثاً: الاحتياج التمويلي لدورة الاستغلال

تُسمّى احتياجات دورة استغلال المؤسسة، عموماً، باحتياجات رأس المال العامل وهي احتياجات التمويل التي تنشأ من نشاط المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل دورة الاستغلال، شراء- إنتاج - بيع، وهي مرتبطة بالتفاوت الطبيعي بين الإيرادات والنفقات، حيث أنّ على صاحب المشروع شراء منتجاته (أو المواد الأولية) قبل تصنيعها ومن ثم تخزينها (مخزو المواد الأولية، منتجات قيد التصنيع ثم المنتجات تامة الصنع) وأخيراً بيعها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bruno Solnik , « Gestion financière », 6<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France , 2001, p.57.

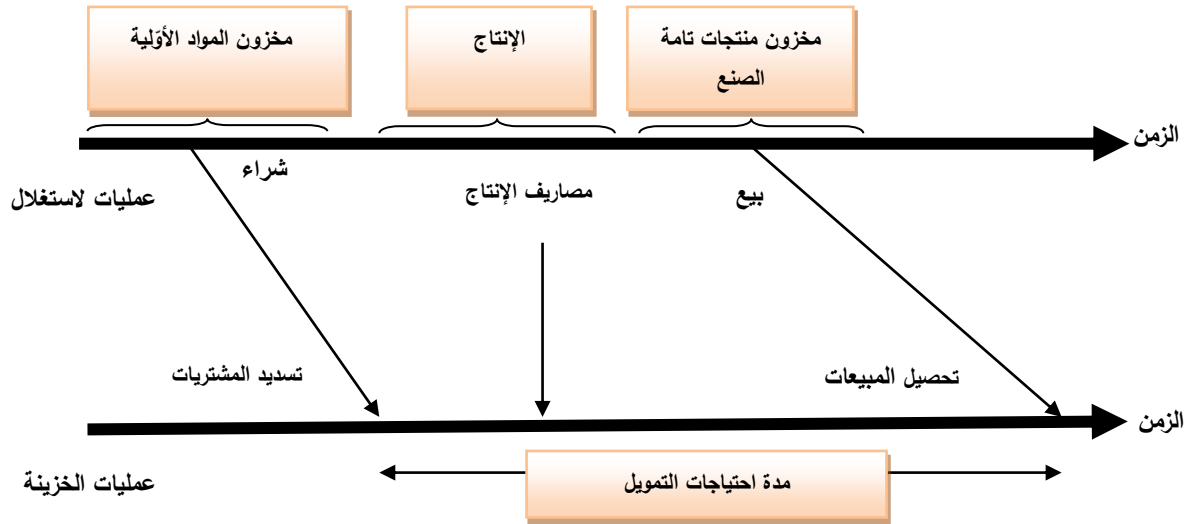
## الفصل الأول: مدخل للتمويل وقرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

إنّ الاحتياج المتعلّق بالاحتفاظ بالمخزون ووجود الفارق الزمني بين تاريخ تحقّق التدفقات الماديّة وتاريخ تحقّق التدفقات النقدية الموافقة لها تُفسّر وجود احتياج تمويلي خاص بدورة الاستغلال، ومن بين أهم المتغيّرات الأساسية التي تتحكّم في حجم ونوعية احتياجات رأس المال العامل نجد:

- ✓ فترة التخزين وخصائص ظروف الاستغلال؛
- ✓ أعباء الإنتاج والبيع والتوزيع؛
- ✓ فترة تحصيل المستحقّات لدى الزبائن؛
- ✓ فترة تسديد قروض الموردّين.

ويمكن توضيح الفارق الزمني بين التدفقات المادية والتدفقات النقدية المرتبطة بدورة الاستغلال والاحتياج التمويلي الناتج عنها في الشكل (2-1) الموالي:

### الشكل (2-1): التدفقات المادية والنقدية في دورة الاستغلال



Source : Hubert de La Bruslerie, « **Analyse financière : Information financière, diagnostic et évaluation** », 4<sup>ème</sup> édition, Paris, Dunod, France, 2010, p.233.

إنّ احتياجات التمويل التي تنشأ من التفاوت الطبيعي في دورة الاستغلال، تظهر في الميزانية من خلال الفرق بين الأصول والخصوم الجارية، ورغم أنّ هذه الاحتياجات تمثّل أصولاً متداولة إلا أنّ تجدّدها بانتظام يُكسبها طابع الديمومة.

## المطلب الثاني: تمويل المؤسسة عن طريق الأموال الخاصة والأموال الشبيهة بها

تتكوّن مصادر التمويل الخاصة وشبه الخاصة من الأموال المُساهم بها من طرف الملاك ومن الأموال التي تولّدت من نشاط المؤسسة، وتعتبر هذه المصادر ذات أهميّة خاصة في حياة المؤسسة إذ أنّها تعتبر السبب الأول لوجودها ويقائنها من جهة، والشرط الأهمّ الواجب توفّره لحصولها على مصادر التمويل المقترضة من جهة أخرى. ويمكن التمييز بين الأنواع التالية لمصادر التمويل الخاصة وشبه الخاصة:

➤ التمويل الداخلي.

➤ الأموال الخاصة الخارجية.

➤ الأموال شبه الخاصة.

### أولاً: التمويل الداخلي

يتكوّن التمويل الداخلي من التمويل الذاتي ونتائج التنازل عن الأصول الثابتة.

#### 1- التمويل الذاتي:

أ- تعريف التمويل الذاتي: يُعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصاً في مرحلة النمو، حيث يُساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالمقابل يلعب دور المرغّب لجذب وتحفيز وسائل التمويل الخارجية عند اللجوء إلى الاستدانة و/أو فتح رأس المال للمساهمة، ويمكن تعريفه بأنّه تلك الموارد الجديدة المتكوّنة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمُحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، فهو تلك النتائج الاجمالية التي سيُعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافئات رأس المال لينتج عنها فائض نقدي مُحقّق بواسطة النشاط الأساسي والموجّه نحو تمويل النّمّو في الاحتياجات المالية مستقبلاً.<sup>1</sup>

ب- قدرة التمويل الذاتي (الهامش الاجمالي للتمويل الذاتي): يختلف مفهوم قدرة التمويل الذاتي عن مفهوم التمويل الذاتي الذي يمثّل الفائض النقدي الصافي الذي تحقّقه المؤسسة بعد طرح توزيع أرباح

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، "التسيير المالي (الادارة المالية): دروس وتطبيقات"، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص259.

الشركاء واقتطاع جميع المصاريف المالية والجبائية، حيث تُحسب القدرة على التمويل الذاتي بالصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} & \text{النتيجة الصافية} \\ & + \text{مخصّصات الاهتلاكات والمؤونات} \\ & - \text{التكاليف المحسوبة المسترجعة للاهتلاكات والمؤونات} \\ & -/+ \text{ ناقص القيمة (فائض القيمة) من التنازل عن الأصول} \\ & - \text{الحصّة من إعانات الاستثمار المحوّلة إلى نتيجة الدورة} \\ & = \text{القدرة على التمويل الذاتي} \end{aligned}$$

أمّا التمويل الذاتي فهو المبلغ المُتبقّي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب هذه المؤسسة، ومنه يُمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{قدرة التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزّعة}$$

### ج- العوامل المؤثرة في مستوى التمويل الذاتي:

يتأثر المستوى الذي قد تصل إليه المؤسسة في اعتمادها على التمويل الذاتي بعدّة عوامل داخلية وخارجية أهمّها:

✓ **نتيجة الدورة:** تُعتبر النتيجة الصافية للدورة إحدى المكوّنات الأساسية للقدرة على التمويل الذاتي للمؤسسة، وكلّما كانت هذه النتيجة إيجابية ومرتفعة كلما زادت القدرة على التمويل الذاتي.

✓ **سياسة توزيع الأرباح:** تستند سياسة توزيع الأرباح على الموازنة بين احتياجات التمويل الذاتي لنمو المؤسسة من جهة، ومتطلّبات مكافأة المساهمين مُلّاك الشركة من جهة أخرى، حيث أنّ ارتفاع قيمة القسائم الموزّعة على المساهمين سيكون عل حساب حجم الأرباح المحتجزة في المؤسسة وهو ما سينعكس سلبيًا على القدرة الذاتية للمؤسسة في تمويل استثماراتها.

✓ **سياسة الإهلاك في المؤسسة:** يُعرّف الإهلاك على أنّه "تلك المبالغ السنوية لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع

<sup>1</sup> أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، ط1، دار العلوم للنشر والتوزيع، غنابة، الجزائر، 2010، ص28.

مرور الزمن نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي".<sup>1</sup> وتعتبر أقساط الإهلاك مكوّنًا أساسيا من مكونات التمويل الداخلي للمؤسسة، حيث تؤثر طريقة الإهلاك المعتمدة على مبالغ الأقساط المجمّعة والتي تدخل ضمن التمويل الذاتي، إذ تسمح طريقة الإهلاك المتناقص في السنوات الأولى، بتوفير مبالغ مالية تفوق احتياجات تعويض الاستثمارات التي تمّ اهتلاكها.

### 2- التمويل من عوائد التنازل عن عناصر الأصول الثابتة:

عادة ما تمسّ عملية التنازل، الأصول الثابتة القديمة والمتهاكلة، حيث يتم تعويضها بأصول ثابتة أكثر حداثة، كما يُمكن أن تمسّ عملية التنازل الأصول العينية أو المالية التي تعتبرها إدارة المؤسسة غير ضرورية لنشاطها، مثل الأراضي، المباني المملوكة لغرض المضاربة، الأوراق المالية... الخ.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى ذلك، فإنّ سعي المؤسسة لزيادة كفاءتها، قد يجعلها تتبّع استراتيجية إعادة التركيز على نشاطها أو أنشطتها الرئيسية والتخلّي عن الأنشطة الأخرى الأقلّ مردودية، أي أنّها قد تتخلى عن مصانع، محلات و/أو مساهمات في فروع أخرى وهذا من أجل تقويم الوضعية المالية المترجعة وتحسين تنافسية محفظة نشاطاتها. كما يُمكن للمؤسسة أن تبيع عقارات مفيدة لنشاطها مع الاحتفاظ بحقّ استغلالها من خلال استئجارها وهو ما يندرج في إطار سياسة تمويلية تنتهجها المؤسسة تأخذ بعين الاعتبار المزايا الضريبية المحقّقة.<sup>3</sup>

### ثانيا: الأموال الخاصة الخارجية

إنّ عدد المرّات التي تلجأ فيها المؤسسة إلى الأموال الخاصة الخارجية قليلة نسبيا مقارنة بمصادر التمويل الأخرى المتّاحة لها، وتتركز عادة في الحالات التي يتم فيها رفع رأس المال الاجتماعي وإصدار بعض الأوراق المالية التي لها خصائص مشابهة للأموال الخاصة.

<sup>1</sup> Najib Ibn Abdeljalil, « Evaluation et Financement des investissements de l'entreprise », Edit Consulting, Casablanca, Maroc, 2002, p.28.

<sup>2</sup> Yves-Alain Ach et Catherine Daniel, « Finance d'entreprise : du diagnostic a la création de valeur » Hachette Supérieur, Paris, France, 2004 , p. 94.

<sup>3</sup> Idem.

1- رفع رأس المال: يمثل رأسمال الشركة\* مجموع القيم الإسمية للمساهمات النقدية والعينية المقدمة من طرف الشركاء عند تأسيس الشركة أو أثناء حياتها. ويشكل القاعدة المالية الأساسية لنشاط المؤسسة ومؤشرا مهماً على استقلالها المالي ودرجة ثقة المساهمين وإقبالهم على الاستثمار في مشاريع المؤسسة. ويتم زيادة رأسمال الشركة إما بإصدار أسهم جديدة أو برفع القيمة الإسمية للأسهم الموجودة، حيث أنه حسب المادة 688 من القانون التجاري الجزائري " فإنّ الأسهم الجديدة تصبح مسددة القيمة نقداً أو بالمقاصة مع ديون معينة المقدار ومستحقة الأداء من الشركة وإما بضم الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الاصدار أو بما يقدم من حصص عينية وإما بتحويل السندات بامتيازات أو بدوها.<sup>1</sup>

أ- أنواع الأسهم الممثلة لرأسمال الشركة: الأسهم هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات الأموال، مثل شركة المساهمة، كتمثيل لجزء من رأسمالها. ورغم الأنواع الكثيرة للأسهم، إلا أنّ أكثرها تداولاً هي الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

✓ الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه، وغالبا ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة. ويعرّف القانون التجاري الجزائري في مادته 715، الأسهم العادية بأنها "الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء جزء من رأسمال شركة تجارية". وبالتالي فإنّ "السهم العادي هو عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية. وتتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدوّنة على قسيمة السهم. أمّا القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة الأموال الخاصة، والتي تتضمن بالإضافة إلى قيمة السهم الإسمية، مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال".<sup>2</sup>

\* يعبر عن رأسمال الشركة بالحساب 101 في النظام المحاسبي المالي الجزائري ويُجعل دائما بقيمة رأس المال المثبت في عقد تأسيس الشركة كما يبيّن كل تغيير يحدث عليه خلال حياة المؤسسة.

<sup>1</sup> القانون التجاري الجزائري، المادة 688 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص175.

\* الأموال الخاصة أو حقوق الملكية بالإنجليزية Equity بالفرنسية Capitaux propres  
<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص8.

✓ **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، إذ أن السهم الممتاز ليس له نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في ميزانية الشركة.<sup>1</sup> كما تعتبر الأسهم الممتازة من الأصول المالية القابلة للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، وقد وُصفت بالممتازة، لأنها تختلف عن الأسهم العادية في إن لها حق الأولوية عليها في الحصول على حقوق حاملها مثل<sup>2</sup>:

✓ الأولوية في الاستفادة من الأرباح في حالة عدم كفاية هذه الأخيرة.

✓ الأولوية لحملة الأسهم الممتازة في استرجاع قيمة السهم الاسمية في حالة تصفية الشركة وبعد وفاء هذه الأخيرة بجميع ديونها، وهذا في حالة عدم كفاية أموال التصفية لتسديد جميع الأسهم.

✓ الأولوية في الحصول على فائض التصفية والذي يمثل الفرق بين المبالغ الناتجة عن تصفية الأصول وتسديد ديون المؤسسة ورأسمالها الاجتماعي.

ب- **الأشكال المختلفة لرفع رأس المال:** يأخذ رفع رأس المال أشكالا مختلفة تختلف فيما بينها من حيث الإضافة الفعلية في رأس المال ومن حيث التأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث نميز بين الأنواع الرئيسية التالية لرفع رأس المال:

❖ **رفع رأس المال نقدا:** يمثل رفع رأس المال نقدا الصيغة الأكثر جاذبية من بين مختلف الصيغ الأخرى لرفع رأس المال، نظرا للمزايا العديدة التي يحملها للمؤسسة والتي من أهمها، توفير السيولة النقدية والرفع من الاستقلالية المالية للمؤسسة وتحسين الطاقة الاقتراضية لها، بالإضافة إلى الإشارة الايجابية التي يُرسلها للسوق للدلالة على الملاءة المالية الجيدة للمؤسسة.

❖ **رفع رأس المال عينا:** يتعلّق الأمر بمساهمات عينية في شكل قيم معنوية أو مادية أو مالية يتم إدراجها في جانب أصول ميزانية المؤسسة، وفي المقابل يتم إصدار أسهم بدون حقوق تفضيلية في الاكتتاب للمساهمين القدامى. وتسمح هذه العملية بتدعيم الأموال الخاصة بدون إحداث تغيير على خزينة المؤسسة كما أنّها تزيد في الطاقة الاقتراضية لها.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص28.

<sup>2</sup> Georges Depallens, « Gestion financière de l'entreprise », 8<sup>ème</sup> édition, Editions Sirey, Paris, 1983, p.351.

❖ **رفع رأس المال بدمج الاحتياطات:** تقوم المؤسسة برفع رأسمالها من خلال دمج الاحتياطات المتراكمة مضافا لها نتيجة الدورة والنتيجة رهن التخصيص عند الاقتضاء. كما أنّ رفع رأس المال من خلال دمج الاحتياطات المتراكمة لا يجلب موارد مالية جديدة للمؤسسة ، ويبقى رأس المال العامل ومستوى الخزينة بدون تغيير، إلا أنّه يسمح بإعادة التوازن في الأموال الخاصة ويفتح المجال لإعادة هيكلة الاحتياطي القانوني. ويشكّل هذا الإجراء إشارة ثقة مرسله من طرف المسيرين للأطراف الخارجية حول مستقبل الشركة ونموها في المستقبل.

❖ **رفع رأس المال بتحويل الديون:** تسعى المؤسسة في بعض الحالات لتحفيز دائنيها من أجل تحويل القروض التي يدينون بها للمؤسسة إلى أسهم، وهذا من أجل تخفيض مديونيتها، حيث يسمح هذا الإجراء بالإنعاش المالي للمؤسسة التي تمتلك آفاق استغلال مشجعة ولا يترتب على هذه الطريقة لرفع رأس المال أي تأثير على رأس المال العامل للمؤسسة وعلى خزنتها.

### ثالثا: الأموال الشبيهة بالأموال الخاصة

من الناحية المحاسبية، فإنّ هذه الأموال لا تحمل صفة الأموال الخاصة، بل تُعتبر أموالا مُقترضة ولكنها تتميز ببعض الخصائص التي تُعطيها القابلية للتحوّل إلى أموال خاصة، حيث نجد الكثير من بنود الميزانية في جانب الخصوم التي لها خصائص شبيهة بالأموال الخاصة من بينها:

➤ الحساب الجاري للشركاء.

➤ سندات المساهمة.

➤ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

1- **الحساب الجاري للشركاء:** من الناحية القانونية فإنّ هذه المساهمات تتعلّق بقروض ممنوحة من طرف الشركاء لشركتهم، حيث أنّ مكافأة هذه القروض لا علاقة لها بمردودية المؤسسة.<sup>1</sup> وتعتبر هذه المساهمات بالنسبة للمؤسسات، خاصة العائلية منها، مصدرا مستقرا للتمويل. ورغم أنها مستحقة الدفع خلال فترة معينة إلا أنّه يتم الحصول عليها دون تقديم ضمانات ولا إجراءات إدارية معقّدة.

2- **القروض التساهمية:** إنّ القروض التساهمية هي قروض طويلة الأجل، حيث تحتفظ من الناحية القانونية بخصائص القروض من جهة تاريخ الاستحقاق وطريقة المكافأة، إلا أنّها تأتي في آخر

<sup>1</sup> Najib ibn abdeljalil, Op.cit, p. 234.



المطاف في سلم الاستحقاق بعد تسديد المؤسسة ما عليها من ديون. كما أنّ مكافأتها تتضمن جزءا ثابتا وجزءا متغيرا على حسب نتيجة الدورة.

3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: أجاز المشرع في المادة 715 مكرر 114 من القانون التجاري الجزائري لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بالكامل، من إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم. ولم يجر القانون التحويل إلا بناء على رغبة الحاملين ووفقا حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار السندات.

### المطلب الثالث: تمويل المؤسسة عن طريق الأموال المقترضة

تستعمل المؤسسة أموال الغير في تمويلها إما بسبب الأعراف التجارية وطرق تسوية المعاملات المالية التي تمنحها تلقائيا آجالا زمنية معينة لتسديد ما عليها من مستحقات، أو عندما تصبح أموالها الخاصة الداخلية غير كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة في دورة الاستغلال أو دورة الاستثمار أو الدورتين معا. ويأخذ التمويل بالاقتراض الأشكال الأساسية التالية:

✓ القروض والتسهيلات البنكية.

✓ القروض السندية.

✓ الائتمان التجاري.

✓ التمويل التأجيري.

### أولا: القروض والتسهيلات البنكية

يتعلق الأمر بالتمويل من خلال وساطة مالية بالمرور عبر مؤسسات الإقراض التي تضمن التمويل عن طريق الموارد المالية المجمعة لديها، حيث أنّ القرض عبارة عن رأسمال ممنوح للمؤسسة من أجل تمويلها من خلال إبرام عقد، كتابي أو شفوي، يتضمن فائدة وفترات محددة للتسديد. ويمكن التمييز بين الأنواع التالية للقروض البنكية:

1- القروض متوسطة الأجل: تتراوح مدة هذه القروض بين سنتين (2) وسبعة (7) سنوات ويتم منحها من طرف البنك لوحده أو بمشاركة هيئة مالية متخصصة. ويشترط أن يكون هناك تلاؤم بين

مدة القرض ومدة حياة الأصل المراد تمويله، حيث أنه في جميع الحالات يجب أن لا تكون مدة القرض أطول بكثير من مدة استعمال الأصل الذي تم تمويله بهذا القرض.<sup>1</sup>

2- **القروض طويلة الأجل:** هي قروض تتراوح مدتها بين سبعة (7) وعشرين (20) سنة ويتم منحها عادة، من طرف مؤسسات مالية متخصصة تقوم بضمان تزويد المؤسسات بهذا النوع من التمويل من خلال موارد مالية دائمة يكون مصدرها الأساسي متحصلات القروض السنوية التي تطرحها هذه المؤسسات المالية للاكتتاب العام.<sup>2</sup>

3- **القروض البنكية قصيرة الأجل:** عادة ما تلجأ المؤسسات إلى البنوك التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل بغرض تمويل احتياجاتها الموسمية. وتستخدم هذه القروض في معظم الأحيان لتغطية التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج وتراكم المخزون ومتطلبات الصندوق، ويتم تسديدها عندما تتولد للمؤسسة التدفقات النقدية التي تنتج من تحصيل عوائد المبيعات، حيث لا تتجاوز مدة تسديد القرض أكثر من سنة. وتأخذ القروض البنكية قصيرة الأجل عدة أشكال أهمها:

أ- **الخصم التجاري:** "هو شكل من أشكال القروض قصيرة الأجل التي يمنحها البنك التجاري لزيائنه والمؤسسات الاقتصادية خصوصا، والمتمثل في قيام البنك بشراء الورقة التجارية عن حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، ومن ثمة فهو يحل محلّ الدائن في تحصيل قيمتها عند هذا التاريخ. بمعنى آخر يقوم البنك بتقديم سيولة آنية لحامل الورقة التجارية قبل موعد استحقاقها مقابل عمولة يتحصل عليها، ويتولّى هو تحصيل قيمتها الإسمية في تاريخ الاستحقاق".<sup>3</sup>

ب- **السحب على المكشوف:** يسمح السحب على المكشوف، مؤقتا، للمؤسسة بتغطية الاحتياجات من رأس المال العامل التي تتجاوز إمكانيات رأس المال العامل، وهذا عن طريق لجوء المؤسسة لبنكها من أجل السماح لها بسحب الأموال من غير أن تتوفر المبالغ اللازمة في حسابها، ويمكن أن يُستعمل السحب على المكشوف من طرف المؤسسة بشكل مستمر إلى غاية تاريخ استحقاقه.<sup>4</sup>

ج- **تسهيلات الصندوق:** تقترب هذه الصيغة من صيغة السحب على المكشوف، حيث أنها عبارة عن رخصة، لفترة محددة، تُعطى من طرف البنك للمؤسسة من أجل أن يكون رصيدها في البنك

<sup>1</sup> Luc Bernet-Rollande, « Principes de technique bancaire », 25<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2008, pp.215-216.

<sup>2</sup> Ibid, p.217.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>4</sup> Farouk Bouyakoub, « L'entreprise et le financement bancaire », Casbah éditions, Alger, Algerie, 2003, p.234.

مدينا خلال فترة زمنية قصيرة جدا (بضعة أيام) ويستعمل هذا التسهيل من أجل مساعدة المؤسسة للتعامل مع احتياج مالي ظرفي على مستوى الخزينة مثل تسديد الأجور، تسديد الرسم على القيمة المضافة... إلخ.<sup>1</sup>

د- **قروض الربط:** كما يدلّ عليه إسمها، هي شكل من أشكال السّحب على المكشوف تسمح للمؤسسة بالحصول على تسبيق من أموال ستتحصل عليها المؤسسة في تاريخ لاحق وبمبالغ محدّدة سواء كانت ناتجة عن رفع لرأس المال أو تنازل عن أصول أو قروض طويلة أجل.<sup>2</sup>

هـ- **القرض بالإمضاء:** لا يتضمّن هذا النوع من القروض منح تسبيق مالي لخزينة المؤسسة في الحاضر بل هو عبارة عن التزام من طرف البنك ليحلّ محل المؤسسة في الحالة التي تكون فيها هذه الأخيرة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية.

### ثانيا: القروض السندية

1- **تعريف السندات:** تعتبر السندات، بشكل عام، أموالا مقترضة تستخدمها المؤسسة في تمويلها طويل الأجل.<sup>3</sup> فالسند يمثّل مستند مديونية طويل الأجل في شكل ورقة مالية يعطي المكتتب فيه الحقّ في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحقّ في الحصول على فوائد دورية على شكل قسائم يظهر معدّلها في عقد الإصدار وتظلّ ثابتة طيلة أجل القرض. وكما أنّ للسند قيمة إسمية، له أيضا قيمة سوقية قد تزيد أو تساوي أو تقلّ عن القيمة الإسمية.<sup>4</sup>

2- **أنواع السندات في القانون التجاري الجزائري:** تتنوع السندات وتختلف أشكالها، ولقد ميّز القانون التجاري الجزائري بين الأنواع التالية للسندات:<sup>5</sup>

✓ **سندات المساهمة:** أجاز المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري الجزائري إصدار سندات المساهمة من طرف شركات المساهمة، كما عرفها بنفس المادة على أنها سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمّن العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر

<sup>1</sup> Luc Bernet-Rollande, Op.cit, p.287.

<sup>2</sup> Farouk Bouyakoub, Op.cit, p.235.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، "أساسيات الاستثمار والتمويل"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص456.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر"، ط1، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1996، ص557.

<sup>5</sup> القانون التجاري الجزائري، "المادة 715 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، صص209-200.

تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، وقد أجاز نفس القانون حرية تداول هذه السندات.

✓ **سندات الاستحقاق:** تعرّف سندات الاستحقاق بأنها سندات قابلة للتداول، تخوّل بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية. ولم يجرّ المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري إصدار هذه السندات إلا من طرف شركات المساهمة الموجودة منذ سنتين مع الوفاء ببعض الشروط، أو التي تستفيد من ضمان الدولة لها أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو من ضمان من شركات تستوفي بعض الشروط.

✓ **سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:** أجاز المشرع في المادة 715 مكرر 114 من القانون التجاري الجزائري لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازننتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة والتي يكون رأس مالها مسدداً بالكامل، من إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم. ولم يجرّ القانون التحويل إلا بناء على رغبة الحاملين ووفقاً حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار السندات.

✓ **سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:** نصت المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري الجزائري على جواز إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم من طرف شركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات الاستحقاق. وأوضحت الفقرة المالية أن قسيمات الاكتتاب هذه تمنح حق الاكتتاب في أسهم تقوم الشركة بإصدارها بسعر أو أسعار مختلفة وفقاً للشروط والأجال المحددة في عقد الإصدار.

### ثالثاً: الائتمان التجاري

1- **تعريف الائتمان التجاري:** يُقصد بالائتمان التجاري، ذلك القرض الممنوح لشركة معينة من أجل شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقداً.<sup>1</sup> ويُعتبر الائتمان التجاري مصدراً تلقائياً للتمويل فهو لا يحتاج إلى إجراءات رسمية كثيرة ومعقدة وحجم التمويل من هذا المصدر يزداد آلياً بازدياد حجم مشتريات الشركة تبعاً لزيادة إنتاجها ومبيعاتها.<sup>2</sup> وتختلف أهمية هذا المصدر للتمويل من شركة إلى أخرى بحسب مقدرتها على الشراء بالدين من الموردين والذي

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، "أساسيات الإدارة المالية"، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص338.

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2004، ص480.

يعتمد بدوره على قدم الشركة في التعامل مع المورد، حجم الشركة، أهليتها الائتمانية ومدى رغبة الشركة في الاعتماد على هذا النوع من التمويل.<sup>1</sup>

**2- دوافع اللجوء إلى الائتمان التجاري:** تلجأ المؤسسات الاقتصادية لاستعمال الائتمان التجاري كمصدر تمويلي قصير الأجل نظرا للمزايا العديدة التي يتمتع بها، والتي من أهمها:

**أ- سهولة الحصول عليه:** إن الحصول على الائتمان التجاري لا يستلزم الاجراءات المتعددة والمعقدة التي يتطلبها الاقتراض من البنك أو غيره من المنشآت المالية، حيث لا توجد في العادة طلبات رسمية لابد من تحريرها أو مستندات يجب توقيعها أو تواريخ سداد لا يمكن تجاوزها.<sup>2</sup> كما يُعتبر الائتمان التجاري المصدر التمويلي الوحيد المُتاح للمؤسسات الصغيرة أو التي أنشئت حديثاً؛ بسبب إجماع المصارف والهيئات المالية عن تقديم التمويل اللازم لها، نظرا لتراجع تصنيفها الائتماني الذي يضعها في فئة المخاطر المرتفعة.

**ب- المرونة:** يمتاز الائتمان التجاري بعامل المرونة، وذلك لإمكانية استخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه، مثلا عندما يتطلب الوضع الاقتصادي العام أو وضع مؤسسة ما الاحتفاظ بمادة معينة تتعامل بها، ولا تتوفر لديها السيولة الكافية في ذلك الوقت، فبإمكانها الاعتماد على الموردّين الذين يمنحونها الائتمان التجاري.<sup>3</sup> كما يُساهم الائتمان التجاري أيضا، في مرونة التمويل من خلال تحرر المؤسسة المستفيدة منه من القيود الصارمة التي تحدّ من تصرفاتها المالية وترهن أصولها، وهو ما يجعلها في وضع أفضل للحصول على أموال إضافية من مصادر أخرى بضمان بعض الأصول.

**ج- انخفاض تكلفة الحصول عليه:** عادة ما تدخل تكلفة الائتمان الذي يقدمه المورد للمشتري في سعر السلعة، إلا أنه يمكن للمؤسسة المدينة الاستفادة من المهلة الممنوحة للتسديد إلى اقصى حدّ ممكن، ومن مزايا الخصم النقدي المعروض على السلعة، والتي تؤدي في المحصلة إلى انخفاض التكلفة الفعلية للائتمان التجاري مقارنة بالائتمان المصرفي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص238.

<sup>2</sup> جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 198، ص366.

<sup>3</sup> محمد الفاتح المغربي، "تمويل ومؤسسات مالية"، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017، ص245.

<sup>4</sup> جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص364-365.

رابعاً: التأجير التمويلي

1- **تعريف التأجير التمويلي:** إنّ التمويل عن طريق الاستئجار عبارة عن عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به (استخدامه) لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول.<sup>1</sup>

2- **أهم أنواع التأجير التمويلي:** عادة ما يتم التفاوض بين المستأجر والمؤجر على بنود عقد الإيجار وفق شروط مفصلة حسب كل حالة، حيث تتضمن هذه البنود، المدة الأساسية للعقد وقيمة دفعة الإيجار الدورية وتوقيتها والخيارات التي تتعلق بتجديد العقد أو شراء التجهيزات في نهاية العقد، وتحديد الجهة التي تتحمل نفقات الصيانة والتأمين والضرائب المرتبطة بالأصل المستأجر.<sup>2</sup> وعلى أساس بنود العقد المتفق عليها، يمكن التمييز بين نوعين أساسيين لعقود الإيجار هما: الإيجار التشغيلي و الإيجار التمويلي.

أ- **الإيجار التشغيلي:** يُصنّف المشرع الجزائري عقد الإيجار التشغيلي (العملي) في المادة الثانية من الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالاعتماد الإيجاري، عمليات الإيجار بأنها إيجار تشغيلي (عملي) "إذا لم يحوّل لصالح المستأجر، كل أو تقريبا كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل الممول والتي تبقى لصالح المؤجر أو على نفقاته".<sup>3</sup> وعادة ما تكون فترة عقد التأجير التشغيلي أقل من الحياة الاقتصادية المقدّرة لاستخدام الأصل، حيث لا يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل. كما تكون القيمة الحالية لمجموع دفعات الإيجار الخاصة به أقل من سعر الأصل المؤجر.

إنّ الميزة الهامة لهذا النوع من التأجير، هي إمكانية قيام المستأجر بإلغاء عقد التأجير من قبل المستأجر وإعادة التجهيزات إلى المؤجر قبل انتهاء فترة العقد وهذا بعد إشعار مسبق للمؤجر قبل فترة زمنية معينة. وقد تترتب غرامات على إلغاء العقد، ولكن يظلّ ذلك في مصلحة المستأجر،

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجه وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، ط2، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص100.

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص513.

<sup>3</sup> المادة 2 من الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالاعتماد التأجيري، نشر في الصفحة 25 من العدد (03) من الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، بتاريخ 14 جانفي 1996.

إذ يُعطيه مرونة كبيرة في التخلّص من التجهيزات المستأجرة وأعبائها إذا تراجع حجم الأعمال وزالت الحاجة لخدماتها، أو عندما تصبح قليلة النفع تقنيا في حال ظهور بدائل أكثر كفاءة.<sup>1</sup>

ب- **الايجار التمويلي (الرأسمالي):** الايجار التمويلي هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجّر خلال فترة العقد، ويسمّى هذا التأجير بالايجار الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتّفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر.<sup>2</sup>

ومن خصائص عقود الايجار التمويلي أنّها تتراوح بين المتوسط والطويل الأجل، كما أنّها غير قابلة للإلغاء، وهذا يعني أن المستأجر ملزم قانونا بتسديد أقساط الايجار بغض النظر إن هو استمرّ في استغلال الأصل أم لا، ولا يمكن له أن يُبطل العقد من جانب واحد إلا في حالة قيامه بسداد كامل القيمة المتّفق عليها في العقد. وفي حالة تخلفه عن السداد فإنّه قد يتعرّض لعقوبة إعلان الإفلاس كما هو الشأن في عقود الاقتراض العادية. بالإضافة إلى ذلك، فإنّ المستأجر عادة ما يكون مسؤولا عن خدمات الصيانة والتأمين والضرائب المستحقّة في حالة وجودها، ولهذه الأسباب غالبا ما يُسمّى الايجار التمويلي بالايجار الصافي net leases. كما يتميّز الايجار التمويلي بإطفاء كامل قيمة الاصل خلال فترة العقد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص514.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007، ص411.

<sup>3</sup> Ezra Solomon et Al, « An itroduction to financial management », 2<sup>nd</sup> edition , Goodyear Publishing, Californie. USA, 1980, p.493.

المطلب الرابع: تمويل المؤسسة عن طريق صيغ التمويل الاسلامي

شهد قطاع التمويل الإسلامي معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة، وأصبحت صيغه التمويلية تزاخم صيغ التمويل التقليدية القائمة على الربا، الأمر الذي يؤهل قطاع التمويل الإسلامي ليصبح أحد المكونات الرئيسية في الصناعة المصرفية العالمية.

أولاً: تعريف التمويل الاسلامي

يُعرف منذر قحف التمويل الاسلامي أو التمويل المُباح على أنه " تقديم ثروة عينية أو نقدية، بقصد الاسترباح من مالها، إلى شخص يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تُبيحه الأحكام الشرعية"<sup>1</sup>.

ويختلف التمويل الاسلامي عن التمويل التقليدي بالقروض في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- ✓ يستمر ملك المال الممول لملكه في التمويل الاسلامي بينما تتحول ملكية المال المقرض إلى المقرض في التمويل التقليدي؛
- ✓ تقع الخسارة على ربّ المال في التمويل الاسلامي بينما لا يتحمل الممول في التمويل الربوي أي خسارة، أي إنّ المستفيد ضامن لما في يده من أموال؛
- ✓ يشترك الطرفان في الربح قلّ أو كثر حسب اتفاقهما في التمويل الاسلامي، بينما لا ترتبط الزيادة التي يحصل عليها الممول في التمويل التقليدي بالقروض، بالنتيجة الربحية للمشروع ولا بحصّة المستفيد من التمويل؛
- ✓ ينحصر التمويل الاسلامي بالأعمال الاستثمارية المتوقع ربحها، بينما يُمكن تمويل أي نوع من الاستعمالات في التمويل التقليدي بالقروض؛
- ✓ لا بد في التمويل الإسلامي من أن يكون للعمل تأثير في إنماء المال الممول، بينما لا يُشترط ذلك في التمويل التقليدي بالقروض حتى أنّه ينطبق على الدين في الذمة وهو لا ينمو وحده ولا بالعمل.

<sup>1</sup> منذر قحف، "مفهوم التمويل في الاقتصاد الاسلامي: تحليل فقهي واقتصادي"، بحث تحليلي رقم 13 ، ط3، منشورات المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2004، ص12.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص52.



✓ يُمكن أن يكون التمويل في الإسلام بالنقد أو بالأصول الثابتة أو بالأصول المتداولة، بينما العادة أنّ التمويل الربوي هو بالنقد فقط. ولكن إذا حصرنا المقارنة بالمضاربة التي يشترط لها النقد في الغالب، فإنّها تُصبح مشابهة في هذا التمويل الربوي.

**ثانياً: أهم صيغ التمويل الإسلامي:** يقوم نظام التمويل الإسلامي على أساليب تمويل متنوعة أهمّها:

➤ أسلوب التمويل التشاركي.

➤ أسلوب التمويل التجاري.

➤ أسلوب التمويل التقاولي والتأجيري.

1- **أسلوب التمويل التشاركي:** هو أسلوب من أساليب التمويل الإسلامي الذي يشمل المشاركة والمضاربة.

• **المضاربة:** هي عقد من عقود الاستثمار يتم بموجبها المزج والتأليف بين عنصري الإنتاج، العمل ورأس المال في عملية استثمارية تُحقّق فيها مصلحة الملاك والعمّال المضاربين، وتتخذ المضاربة عدّة أنواع منها<sup>1</sup>:

- حسب شروط المضاربة: مضاربة مطلقة؛ مضاربة مقيدة.

- حسب مدّة المضاربة: مضاربة مؤقتة؛ مضاربة مستمرة.

- حسب أطراف المضاربة: مضاربة ثنائية؛ مضاربة مركبة.

• **المشاركة:** هي عقد من عقود الاستثمار يتم بموجبها الاشتراك في الأموال لاستثمارها ونقلها في النشاطات المختلفة، بحيث يُسهم كل طرف بحصة في رأس المال، والمشاركة تقتضي وجود طرف يملك المال وطرف يملك المال والجهد معاً، وبالتالي يتحمّل جزءاً من الخسارة على قدر استثماره من ماله الخاص، وتتّبع المشاركة حسب التقسيم المستخدم<sup>2</sup>:

- وفقاً لطبيعة الأصول الممولة: المشاركة المستمرة؛ المشاركة المنتهية.

- وفقاً لاستمرار ملكية الشريك: المشاركة الثابتة؛ المشاركة المتناقصة.

- وفقاً لمجال التمويل: المشاركة في الاستيراد، المشاركة في التصدير... إلخ

<sup>1</sup> صالح صالحي، "المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي"، دراسة المفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص 402-408.

<sup>2</sup> عبد الحليم غربي، "نظام المشاركة ومؤسساته المصرفية"، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، 2015، ص 42. متاح على الموقع: <https://kantakji.com/media/176032/participative-banks.pdf>، (تاريخ الاطلاع: 2017/05/17)

2- أسلوب التمويل التجاري: إنّ من أهم أنواع هذا الأسلوب من التمويل، المربحة وبيع السلم.

• **المربحة:** هي عقد من عقود الاستثمار التجارية، يتم بموجبها التمويل بالبيع، من خلال قيام البنك ببيع السلعة للعميل طالب التمويل، بمثل الثمن الأول الذي تمّ الشراء به مع زيادة ربح، أي بيع الشيء بمثل ثمّ شراءه من البائع الأول مع هامش من الربح معلوم ومتفق عليه مثل دينار أو نسبة معينة من ثمنه الأصلي أو ما شابه ذلك.<sup>1</sup>

• **بيع السلم:** هو عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها التمويل بالشراء المسبق، لتمكين البائع من الحصول على التمويل اللازم، فهو بيع أجل بعاجل، فالأجل هو السلعة المُباعة التي يتعهدّ البائع بتسليمها بعد أجل محدّد، والعاجل هو الثمن الذي يدفعه المشتري.<sup>2</sup>

3- أسلوب التمويل التقاولي والتأجيري: يشتمل هذا الأسلوب من التمويل الاسلامي على الإستصناع والتأجير.

• **الإستصناع:** يمكن تعريف الإستصناع بأنه عقد يتعهد بموجبه البنك بإنتاج شيء معين وفقاً لمواصفات تمّ الاتفاق عليها ويشمل هذا التعهد كل خطوات التصنيع وكذلك سعر وتاريخ التسليم، ويمكن للبنك أن يعهد ذلك العمل أو جزء منه لجهة أخرى تتّخذة تحت إشرافه ومسؤوليته. وتوفّر هذه الصيغة تمويلاً متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محدّدة، كما يمكن استعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية.<sup>3</sup>

• **التأجير:** تستخدم البنوك الإسلامية التأجير أو الإجارة كأسلوب من أساليب التمويل الهامة التي تقدمها لعملائها، فهي تقتني الممتلكات والأصول من أجل وضعها تحت تصرّف تصرفهم لاستيفاء منافعها بمقابل، ويكون محلّ هذه العمليات بيع المنفعة لا العين أو الأصل، وبذلك تختلف الإجارة عن البيع في كونها بيع لمنافع الأصول وليس للأصول.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أيمن زيد وأمنية بوزراع، "صيغ التمويل الإسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة"، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، ع11، المركز الجامعي تامنراست، الجزائر، 2017، ص395.

<sup>2</sup> صالح صالح، مرجع سبق ذكره، ص29.

<sup>3</sup> شوقي بورقية، "الكفاءة التشغيلية للمصارف الاسلامية- دراسة تطبيقية مقارنة"- أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 2011، ص24.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص25.

## المبحث الثاني: تكلفة الأموال

تحظى تكلفة الأموال بعناية خاصة عند صياغة قرارات التمويل في المؤسسة، إذ أنّ فاعلية تشكيل الهيكل التمويلي تتوقف بشكل كبير على تكلفة جميع العناصر المشكّلة لهذا الهيكل، والتكلفة المتوسطة المرجحة لهذا الأخير. والهيكل التمويلي المناسب، حسب النظرية المالية الحديثة، هو الذي يُبقي تكاليف التمويل مجتمعة في حدودها الدنيا.

### المطلب الأول: أهمية تقدير تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة فيها

تعتبر الأموال أحد الموارد المادية التي يُمكن اقتناؤها عن طريق الشراء كباقي المدخلات التي تستعملها المؤسسة في عملياتها. ولكل مصدر من الأموال التي تلجأ إليه المؤسسة تكلفة خاصة به تعبر عن شروط الحصول عليه.

### أولاً: مفهوم تكلفة الأموال

لقد اختلفت آراء المهتمين في تحديد مفهوم أو مضمون تكلفة الأموال باختلاف منطلقاتهم ومجال تخصصهم، فمن وجهة نظر الاقتصاديين فإنّ تكلفة الأموال تتمثل في شكل العائد على الأموال المستخدمة، أمّا المحاسبون فلم يعترفوا بوجود مقابل لاستخدام الأموال إلاّ إذا كان في شكل فائدة فعلية تعاقدية. أمّا من وجهة نظر الإدارة المالية فقد اعتبرت تكلفة الأموال على أنّها حجر الزاوية لاتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية وفي تركيب هيكل التمويل ونوع التشكيل المستخدم في ذلك التركيب.<sup>1</sup> وبصفة عامة، يُقصد بتكلفة الأموال ما تحصل عليه مصادر التمويل في مقابل تزويدها للمؤسسة بما تحتاج إليه من موارد مالية.<sup>2</sup> أمّا تكلفة رأس المال تحديداً، فنتمثل في التكلفة المتوسطة المرجحة لمصادر التمويل الدائم المشكّلة لهيكل رأس المال. وتُشير تكلفة الأموال إلى مفهومين أساسيين هما، التكلفة المعلنة والتكلفة الضمنية.

<sup>1</sup> حمزة الشمخي وإبراهيم الجزراوي، "الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات"، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1998، ص367.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مركز دالتا للصناعة، الإسكندرية مصر، 1996، ص117.

1- **التكلفة المعلنة للأموال Explicite Cost**: ويقصد بها معدّل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفّقات النقدية الداخلة المتزايدة للفرصة التّمولية مع القيمة الحالية للتدفّقات النقدية الخارجة الخاصة بهذه الفرصة<sup>1</sup>.

2- **التكلفة الضمنية للأموال Implicit Cost**: اختلفت تعريفات الكتاب للتكلفة الضمنية باختلاف الغرض من استعمالها. فمنهم من يُعتبرها بأنها معدّل العائد على الاستثمار الذي يُمكن إنّ يتحقّق في أحسن فرصة استثمارية (للمؤسسة والمساهمين) والذي يُمكن أن لا يتحقّق إذا ما قُبل المشروع الاستثماري محل الدّراسة، وهي ترتبط بمصدر تمويلي معيّن<sup>2</sup>.

كما عرّفها كتاب آخرون، بأنّها مدى التأثير الذي يُمكن أن يتركه استعمال مصدر تمويلي معيّن على تكلفة مصدر تمويلي آخر تستعمله المؤسسة والذي يؤدي في الأخير إلى تغيير التكلفة المتوسطة المرجّحة للأموال التي تستعملها المؤسسة، أي أنّ هذا التعريف أدخل تأثير المزيج التمويلي في تعريف تكلفة الأموال<sup>3</sup>.

### ثانياً: أهميّة تقدير تكلفة الأموال

إنّ حساب تكلفة الأموال سواء لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكّل التمويلي ككل سوف يحقّق للمؤسسة مجموعة من الفوائد والأهداف أهمّها:

1- إنّ حساب تكلفة الأموال يساعد الإدارة المالية على اختيار أنسب مصادر التمويل من حيث التكلفة، وهذا عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل عنصر.

2- تعتبر تكلفة الأموال من المعلومات المهمّة التي تحتاجها المؤسسات في تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها، حيث تستعمل هذه التكلفة كمعدّل خصم أو عتبة لقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد علي شهاب، "الأصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية"، شركة مطابع الطنطاوي، القاهرة، مصر، 1986، ص465.

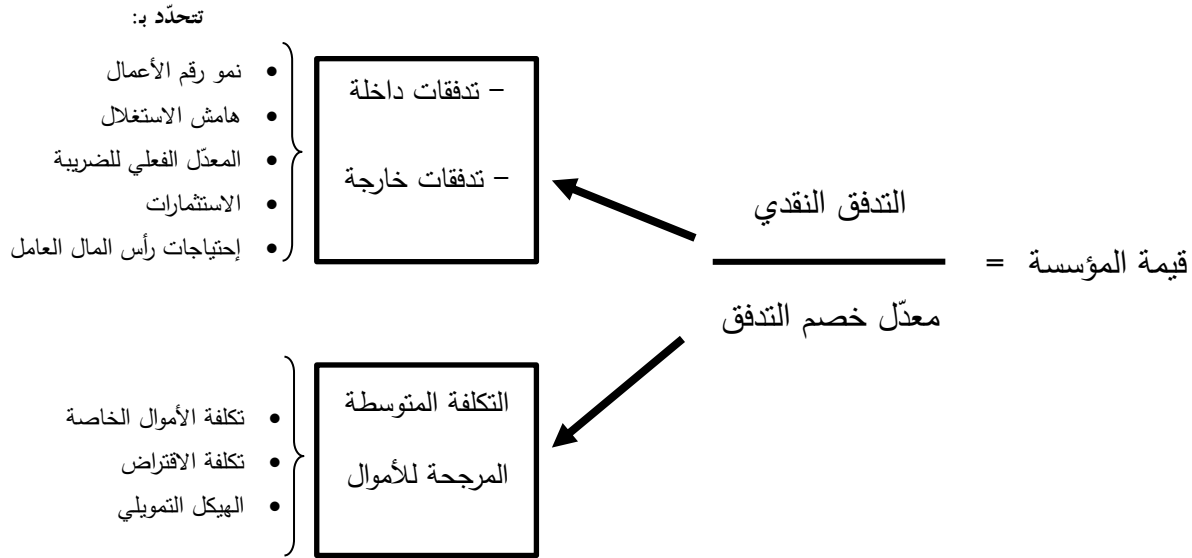
<sup>2</sup> J. P. Couvreur, « La decision d'investir et la politique de l'entreprise », 3<sup>ème</sup> édition, Entreprise moderne, Paris, France, 1978, p.236.

<sup>3</sup> Elie Cohen, "Gestion financiere de l'entreprise et développement financier", EDICEF, Paris, France, 1991, p. 234.

<sup>4</sup> Laurence Booth et al, « Corporate finance : Financial management in a global environment », WILEY, New Jerse, USA, 2014, p.510.

3- تساعد تكلفة الأموال في الرّبط بين قيم المؤسّسات في أسواق المال وبين هياكلها التمويلية، حيث أنّ محاولة المؤسسة تعظيم قيمتها السوقية يستلزم منها جعل تكاليف مُدخلاتها في حدودها الدّنيا ومن ضمنها الأموال. ويُمكن توضيح ذلك بالشكل (3-1) الموالي:

الشكل (3-1): علاقة قيمة المؤسسة بتكلفة الأموال



Source: Andrew Black *et al*, « **Gestion de la valeur actionnariale** », Dunod, Paris, France, 1999, p.65.

### ثالثا: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال

هناك أربعة عوامل أساسية مؤثرة ومحدّدة لتكلفة الأموال هي<sup>1</sup>:

1- **العوامل العامة:** إنّ العوامل العامّة هي العوامل التي تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل

التمويلي على حدّ سواء، وأهمّ هذه العوامل نجد:

• **معدّل العائد المطلوب:** إنّ المستثمرين الذين يزودون المؤسسة بالأموال ينتظرون الحصول على

عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم في الوقت الحاضر وعلى عائد لتعويضهم

عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

<sup>1</sup> لمزيد من التفاصيل، راجع:

- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص72.

- حمزة الشمخي وإبراهيم الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

- Arthur J.Keown, *et al*, **Funations of finance : The logic and practice of financial management** Prentice Hall, New Jersey, USA, 1994, pp.347-349

- **حجم العرض والطلب على الأموال في السوق:** حيث أنه كلما زاد الطلب على الأموال داخل السوق بدون زيادة في مقدار العرض المُتاح منها، كلما زاد معدل العائد المطلوب من وجهة نظر المانحين، وتكلفة الأموال من وجهة نظر المؤسسة.
- **مستوى التضخم داخل السوق:** إن ارتفاع مستوى التضخم سيؤدي بالمستثمرين للمطالبة بمعدل مرتفع من العائد يُعوّضهم عن الخسائر المحتملة.

**2- العوامل الخاصة بكل مصدر تمويلي:** إن تكلفة كل مورد تمويلي تتوقف على المخاطر التي يتضمنها والتي تنعكس على حجم العائد الذي يُطالب به المستثمرون أصحاب هذا المورد. فنجد أن الاقتراض أقل مصادر التمويل كلفة لكون المقرضين أقل تعرضاً للمخاطر، بينما نجد أن تكاليف التمويل بالأسهم العادية مُرتفعة نسبياً بسبب ارتفاع مخاطر الاستثمار فيها، في حين أن تكلفة الأسهم الممتازة تكون بين الحالتين.

كما أن أغلب مصادر تمويل المؤسسة تأخذ شكل أوراق مالية يُمكن تسويقها في سوق المال وعادة ما تتأثر تكلفة هذه الأوراق بقابليتها التسويقية لدى المستثمرين، حيث يُقصد بالقابلية التسويقية سهولة الاتجار بالورقة المالية بسهولة بدون تكاليف أو خسائر كبيرة، وبالتالي فإن هذا العامل يعكس أساساً ظروف السوق وقدرة هذه الأخيرة على استيعاب الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة.

**3- ظروف المؤسسة التشغيلية والمالية:** بالإضافة إلى العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه بمجرد حرمانهم من استعمال أموالهم في إشباع حاجتهم فهم في نفس الوقت يطالبون بعائد كافٍ لتعويضهم عن المخاطر المرتبطة بظروف عمل المؤسسة؛ فالمشروع الذي تكون مخاطره كبيرة لا بد وأن تكون عوائده أيضاً كبيرة تتلاءم مع مخاطره، بالإضافة إلى ظروف المؤسسة التشغيلية فإن قرار المؤسسة المتعلق بهيكلها التمويلي سواءً من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه يُؤثر على المخاطر المالية لهذه المؤسسة، وينعكس بالتالي على حجم العائد الممنوح للمستثمرين.

**4- تشكيل الهيكل التمويلي** تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المؤسسة المتعلق باختيار العناصر المكونة للهيكل التمويلي ونسبة كل عنصر فيه.

## المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل الدائم

إنّ حساب تكلفة التمويل تعتبر من الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية للمؤسسات فالمفهوم بحدّ ذاته محيّر، كما أنّ الحساب الحقيقي لتكلفة التمويل يعتمد التّخمين والتّقدير.<sup>1</sup> وسيقتصر تقديرنا للتكلفة على العناصر الأساسية المشكلة لهيكل رأس المال وهي مصادر التمويل الدائم للمؤسسة.

### أولاً: تكلفة الاقتراض متوسط وطويل الأجل

نعني برؤوس الأموال المقترضة، رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل ذات الأصل الخارجي والتي تموّل استخدامات ذات فترة زمنية على الأقل سنة. وسواء كان الاقتراض في شكل سندات تُصدرها المؤسسات للاكتتاب العام أو في شكل قرض طويل الأجل تتعاقد عليه، فإنّ عملية الاقتراض يترتب عليها تدفّقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السند أو عند التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفّقات خارجية تتمثّل في الفوائد التي تدفعها سنويا بالإضافة إلى قيمة الأصل الذي ينبغي سداده في تاريخ الاستحقاق.<sup>2</sup>

**1- مفهوم تكلفة الاقتراض:** تتمثّل تكلفة الاقتراض طويل الأجل في المعدّل الفعلي للفائدة الذي تدفعها المؤسسة للمستثمر وذلك بعد تعديله لأغراض ضريبية أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية\*. وبعبارة أخرى فإنّ تكلفة الاقتراض تتمثّل في معدّل الخصم الذي يتساوى عنده صافي متحصّلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفّقات التي تدفعها المؤسسة للمقرض.

**2- تقدير تكلفة الاقتراض:** عند حساب تكلفة الاقتراض طويل الأجل يجب التمييز فيما إذا كان الأمر يتعلّق بتقدير تكلفة قروض مستمرة أو تقدير تكلفة قروض مستردة. وفي كلتا الحالتين سنتم الاستعانة بفكرة معدّل العائد الداخلي التي ينص بوجود حساب معدّل الخصم الذي أشرنا إليه سالفاً.

<sup>1</sup> حمزة الشمخي وإبراهيم الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص 371.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص 75.  
\* يفترض أنّ تحقق المؤسسة أرباحاً وإلا فإنه لا مجال لفرض الضريبة والاستفادة من الوفورات الضريبية .

أ- **تكلفة القروض المستمرة:** إنَّ القروض المستمرة هي القروض التي لا تسدَّد خلال الحياة الإنتاجية للمؤسسة، ومثال ذلك السندات والقروض طويلة الأجل المتجددة. ويتم حساب تكلفة هذا النوع من القروض وفق للمعادلة (1-1) التالية:

$$D = C_0 + \sum_{t=1}^n F \left[ \frac{1}{1 + K_d} \right]^t \quad \dots (1 - 1)$$

حيث أن:

$D$ : حجم الأموال المقترضة التي تحصل عليها المؤسسة في بداية الفترة.  
 $C_0$ : تمثل أساساً في المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القرض بعد خصم الوفورات الضريبية.

$F$ : عبارة عن التدفقات النقدية المتمثلة في الفوائد بعد الضريبة.

$K_d$ : تمثل تكلفة الأموال المقترضة بعد الضريبة

حسب **VAN HORNE** فإنَّ المؤسسات التي تحافظ على ثبات مقدار الاقتراض أو نسبته في هيكل رأسمال المؤسسة، وبنفس الفائدة، فإنَّ تكلفة الأموال المقترضة يتم حسابها في هذه الحالة وفق

$$D = C_0 + \frac{F}{K_d} \quad \text{المعادلة (2-1) الموالية:}$$

$$\Rightarrow K_d = \frac{F}{D - C_0} \quad \dots (2 - 1)$$

ب- **تكلفة القروض المستردة:**

في حالة القروض المستردة، تكون المؤسسة ملزمة بتسديد أصل المبلغ المقترض بعد فترة زمنية محدّدة، ويكون سداده وفق طريقتين، إمّا:

- ✓ بدفعة واحدة يتم دفعها عند موعد استحقاق القرض.
- ✓ بعدد من الدفعات التي تمثل أقساطاً متساوية أمّا شهرياً أو سنوياً.



حالة (1): تسديد القرض دفعة واحدة:

في حالة تسديد القرض دفعة واحدة فإن القيمة الحالية للقرض تُحسب بالمعادلة (3-1) التالية:

$$D = C_0 + \sum_{t=1}^n F \left[ \frac{1}{1 + K_d} \right]^t + d \left[ \frac{1}{1 + K_d} \right]^n \quad \dots (3-1)$$

حيث أن:

d: هي أصل المبلغ المقترض المسدد في الزمن n.

$K_d$ : تمثل تكلفة القرض المسدد دفعة واحدة بعد الضريبة.

أما باقي الرموز تبقى على حالها بنفس مدلول المعادلة (1-1).

حالة (2): تسديد أصل القرض على دفعات:

رياضياً يُمكن التعبير عن قيمة القرض المسترد على دفعات بالمعادلة (4-1) التالية:

$$D = C_0 + \frac{C_1}{1 + K_d} + \frac{C_2}{(1 + K_d)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1 + K_d)^n} \quad \dots (4-1)$$

حيث إن:  $C_1, C_2, \dots, C_n$  هي التدفقات الخارجية من الأموال في السنوات اللاحقة، وتتضمن

الفوائد السنوية وأقساط القرض بعد الضريبة.

$K_d$ : تمثل تكلفة القرض المُسدد على دفعات بعد الضريبة.

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة

تُشبه الأسهم الممتازة القروض في كون أن فوائدها تمثل التزامات ثابتة على المؤسسات، إلا أنها تختلف عنها في تعلق توزيع القسائم على حملة هذه الأسهم بقرار مجلس الإدارة، أضف إلى ذلك أن عدم قدرة المؤسسة على تسديد قسائم الأرباح المُتفق عليها لا يؤدي بها إلى الإفلاس. كما أن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية في أن كلاهما يمثل ملكية المؤسسة ويختلفان في كون أن المساهمين الممتازين يتمتعون بحق الأولوية على العائد مع ثبات هذا الأخير.

1- مفهوم تكلفة الأسهم الممتازة: تُعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يُمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة

الأسهم العادية بدون أي تغيير.<sup>1</sup> أو يُمكن اعتبار هذه التكلفة بأنها معدّل العائد الذي يطلبه المستثمر الممتاز على أمواله عندما يوجّهها إلى الاستثمار داخل المؤسسة.

**2- تقدير تكلفة الأسهم الممتازة:** إنّ حملة الأسهم الممتازة يحصلون على عائد ثابت يتمثّل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم. وحيث أنّ السهم ليس له تاريخ استحقاق فإنّ تكلفة الأسهم الممتازة هي دالة للقوائم التي يتم توزيعها. ويُمكن تقدير تكاليف الأسهم الممتازة بقسمة أرباح الأسهم الممتازة على صافي المبالغ الممكن الحصول عليها من بيع السهم الممتازة، وهذا ما يُمكن التعبير عنه رياضياً بالمعادلة (5-1) التالية:

$$K_P = \frac{D_P}{I_0} \quad \dots (5 - 1)$$

حيث أنّ:

$D_P$ : قيمة المقسوم الثابت السنوي ( العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة).

$I_0$ : الناتج الصافي من بيع السهم الممتاز.

$K_P$ : معدّل تكلفة الأسهم الممتازة.

أمّا إذا تم الاستعانة بسعر بيع السهم الممتاز في تحديد تكلفة الأسهم الممتازة، ففي هذه الحالة يجب أن نأخذ بعين الاعتبار تكاليف إصدار هذه الأسهم التي تتحمّلها المؤسسة، لتصبح المعادلة (5-1) بالصيغة الرياضية التالية:

$$K_P = \frac{D_P}{P_P - fP}$$

$$I_0 = P_P - fP$$

حيث أنّ:

$P_P$ : يمثّل سعر بيع السهم الممتاز.

$f$ : نسبة المصروفات والخصومات المصاحبة لإصدار الأسهم الممتازة إلى القيمة التي يبيع بها السهم.

علماً أنّ تكلفة الأسهم الممتازة لا تعالج ضريبياً لأنّ قسائم هذه الأسهم يتم توزيعها من صافي الربح بعد الفائدة والضريبة.

1 جميل أحمد توفيق ومحمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية"، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، مصر، 1969، ص348.

ثالثاً: تكلفة الأسهم العادية

يُطلق على التمويل بالأسهم العادية بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة الخارجية أي من أموال يدفعها ملاك قدامى أو جدد من ثرواتهم الخاصة، وذلك تمييزاً له عن التمويل الذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة<sup>1</sup> والسهم العادي يسمح لحامله الاستفادة من نوعين من العائد هما:

○ تدفق العوائد المنتظرة ممثلة في القسائم الموزعة؛

○ قيمة التدفقات التي لا يحصل عليها المساهم مباشرة (في الزمن الحاضر) والتي تتمثل في الأرباح المعاد استثمارها داخل المؤسسة والتي تظهر في شكل أرباح رأسمالية ناتجة عن ارتفاع السعر السوقي للسهم.

**1- مفهوم تكلفة الأسهم العادية:** تعرّف تكلفة الأسهم العادية بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب على المؤسسة بلوغه على قسم من المشروع الاستثماري ممول من رأسمال سهمي بحيث لا يؤدي إلى تغيير أسعار الأسهم. كما تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، أي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطر.

**2- تقدير تكلفة الأسهم العادية:** إنّ تكلفة الأسهم العادية هي التكلفة الأكثر صعوبة من حيث عملية الحساب لأنّ تدفقات الأموال المتعلقة بهذا النوع من التمويل يصعب تحديده مسبقاً عكس التمويلات الأخرى التي تُدرّ دخلاً ثابتاً. كما يصعب تحديد الأفق الاقتصادية للتقييم، فمُشتري الأسهم لا يُحدّد الوقت الذي سيتخلّى فيه عن أسهمه ممّا يجعل أنّ الحلّ الملائم هو في استحداث تدفّق غير منتهي لقسائم الأرباح المستقبلية.

إنّ عملية تقدير تكلفة استخدام الأسهم العادية في التمويل تستدعي التطرّق لمدخلين هاميين يمثلّ إنّ الإطار العام لحساب هذه التكلفة وهما:

➤ مدخل التدفقات النقدية المخصومة.

➤ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص442.

أ- مدخل التدفقات النقدية المخصومة: يقتضي تقدير تكلفة الأسهم العادية التعرض لهذا المدخل الذي يهدف إلى تقدير القيمة السوقية للسهم والتي تُعدّ الأساس لتقدير كل من العائد المتوقع من وجهة نظر الملاك وتكلفة الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة.

إنّ التّموذج النظري للتّقييم عن طريق القسائم يفترض في الوهلة الأولى أنّ نشاط المؤسسة سينمو إلى ما لا نهاية، وبالتالي فإنّ الاحتفاظ بالسهم يكون بشكل دائم. والقيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لمجموع القسائم اللامتناهية المخصومة بمعدّل العائد المطلوب من طرف المستثمرين. يُمكن التعبير عن قيمة السهم رياضياً وفق العادلة (6-1) التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + K_e} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + K_e)^\infty}$$

$$\Rightarrow P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} \quad \dots (6 - 1)$$

حيث إنّ:

$P_0$ : هي القيمة السوقية السهم في الزمن 0 (بداية الفترة).

$K_e$ : يمثّل معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم، وهو في نفس الوقت يمثّل تكلفة الأسهم العادية القديمة (التي هي محل تداول) للمؤسسة.

$D_t$ : تمثّل التوزيعات (القسائم) المنتظرة في السنوات t (فترات النشاط).

إنّ تكلفة الأسهم العادية المتداولة عبارة عن معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) الذي يعادل القيمة الحالية لكل القسائم المنتظرة من هذا السهم، مع السعر السوقي لهذا الأخير في فترة زمنية معينة. وعند تقدير قيمة السهم عن طريق القسائم يُمكن التمييز بين ثلاث حالات لنمو القسائم في المستقبل هي:

- حالة اللانمو.
- حالة النمو الثابت.
- حالة النمو المتغيّر.

✓ حالة اللانمو : في هذه الحالة فإنّ مقسوم الأرباح معروفًا وثابتًا، أي أنّ نسبة نموّه صفراً من سنة لأخرى، وسبب ذلك هو افتراض تحقيق الشركة لنفس الربح مع افتراض توزيع هذا الأخير دون أن يستثمر منه شيئاً داخل الشركة. وفقاً لذلك تصبح المعادلة (6-1) بالشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + K_e} + \frac{D_1}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_1}{(1 + K_e)^\infty}$$

$D_1$ : تمثّل التوزيعات (القسائم) في نهاية السنة الأولى.

و الصيغة العامة للمعادلة تكتب على النحو التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e}$$

$$\Rightarrow K_e = \frac{D_1}{P_0} \quad \dots (7 - 1)$$

إنّ من أهم المآخذ على نموذج حالة اللانمو هو عدم واقعية الافتراض الذي ينصّ بأنّ أرباح الشركة تبقى ثابتة كما أنّه من غير المعقول أن لا تحتجز الشركة شيئاً من الأرباح المحقّقة.

✓ حالة النمو الثابت (نموذج النمو لـ Gordon-Shapiro):

في هذه الحالة يتوقّع المساهم نموّاً سنوياً ثابتاً ( $g$ ) لقسائم الأرباح التي يحصل عليها في المستقبل، حيث أنّ المعدّل ( $g$ ) يتم تحديده بدلالة سياسة القسائم التي تبنتها المؤسسة في الماضي من جهة، ومستقبل نشاط المؤسسة من جهة أخرى. والصيغة الرياضية لتقييم السهم العادي مع افتراض نمو عادي للقسائم تكون بالشكل التالي:

$$P_0 = D_0 \frac{(1 + g)}{1 + K_e} + D_0 \frac{(1 + g)^2}{(1 + K_e)^2} + \dots + D_0 \frac{(1 + g)^\infty}{(1 + K_e)^\infty}$$

$$\Rightarrow P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D_0 \frac{(1 + g)^t}{(1 + K_e)^t} \quad \dots (8 - 1)$$

مع افتراض أن  $K_e$  أكبر من  $g$  تكتب المعادلة (8-1) بالشكل التالي\*:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

$$\Rightarrow K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \dots (9 - 1)$$

إنّ معدّل العائد المطلوب  $K_e$  لا يمثّل تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة بسبب كون أنّ القيمة السوقية التي يُباع بها السهم عادة ما تزيد عن متحصلات بيع السهم؛ ويرجع ذلك إلى تكاليف الإصدار وعمولات السمسرة وغيرها من التكاليف. حيث تحسب تكلفة السهم العادي الجديد رياضياً وفقاً للمعادتين التاليتين:

\* يمكن البرهنة على المعادلة بالخطوات التالية:

$$P_0 = D_0 \left[ \frac{(1+g)}{(1+K)} + \frac{(1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots \frac{(1+g)^\infty}{(1+K)^\infty} \right]$$

بضرب طرفي المعادلة في  $\frac{(1+K_e)}{(1+g)}$  نجد:

$$\left[ \frac{(1+K_e)}{(1+g)} \right] P_0 = D_0 \left[ 1 + \frac{(1+g)}{(1+K_e)} + \frac{(1+g)^2}{(1+K_e)^2} + \dots \right]$$

ب طرح المعادلة 1 من المعادلة 2 نتحصل على:

$$\left[ \frac{(1+K_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] P_0 = D_0 \left[ 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+K_e)^n} \right]$$

إذا اتجهت  $n$  إلى ما لا نهاية فإن:

$$\left[ \frac{(1+K_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] P_0 = D_0$$

تحصل في الأخير على:

$$(K_e - g)P_0 = D_0(1+g) = D_1$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

• في حالة الانمو:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1 - F)} \quad \dots (10 - 1)$$

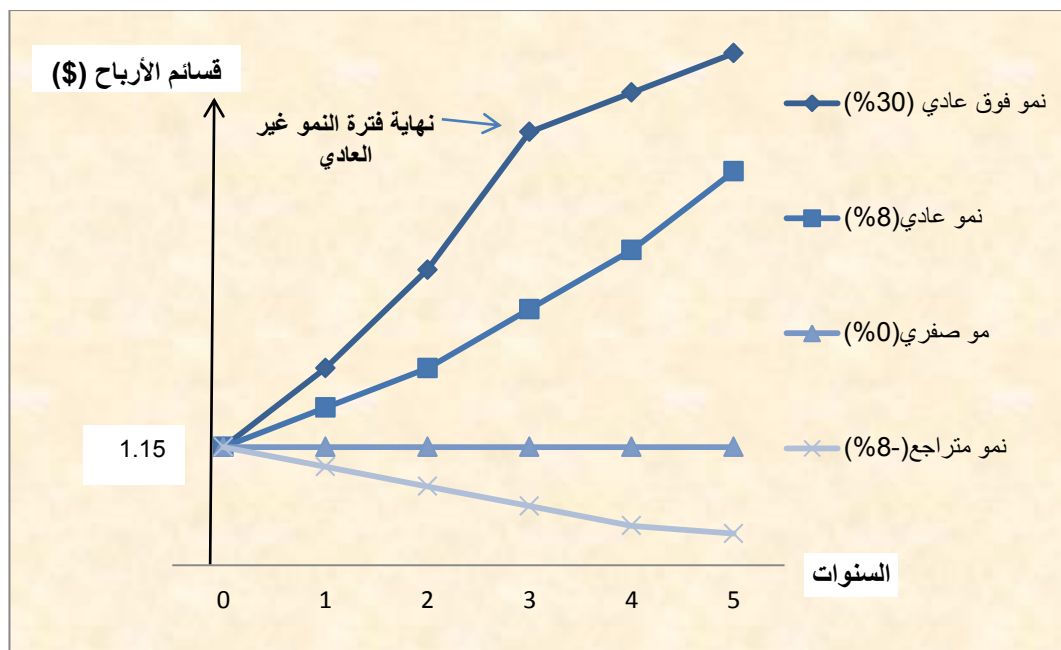
• في حالة النمو الثابت:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1 - F)} + g \quad \dots (11 - 1)$$

✓ حالة النمو المتغير:

إنّ فرضية النمو الثابت للقوائم لا يُمكن أن تطبّق إلّا على عدد قليل من المؤسّسات، فعادة ما تمرّ المؤسّسات بما يسمّى بدورة الحياة، أين تنمو أعمالها وبالتالي أيضا أرباحها بشكل متغير. فنجدها تحقّق معدلات نمو أعلى من المستويات السائدة في السوق أو الاقتصاد الوطني بصفة عامة، ولكن ما يلبث أن ينخفض هذا المعدل لئيساير النسب العادية التي ينمو بها الاقتصاد وفي بعض الأحيان أقل من ذلك، وهو ما يوضحه الشكل (4-1):

الشكل (4-1): المعدّلات المختلفة لنمو توزيعات الأرباح



Source : Joel F. Houstonet and Eugene. F. Brigham, « Fundamentals of financial management », South-Western Cengage Learning, 12<sup>th</sup> edition, Mason, USA ,2009, p.284.

بافتراض وجود فترتين للنمو، فقط، تمر بهما المؤسسة، فإنّ تقييم أسهم هذه الأخيرة يكون

بالصيغة الرياضية التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_0 \frac{(1+g)^t}{(1+K_e)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} D_n \frac{(1+g')^{t-n}}{(1+K_e)^t} \quad \dots (12-1)$$

حيث أنّ  $g$ : معدل نمو الفترة الزمنية الأولى، في حين أنّ  $g'$  هي معدل نمو الفترة الزمنية

الثانية.

أي أنّ قيمة السهم العادي تساوي القيمة الحالية لمكاسب مرحلة النمو الأولى زائد القيمة

الحالية لمكاسب مرحلة النمو الثانية.

إنّ الصيغة العامة للنموذج  $K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$  لم تُشر بشكل صريح للربح الرأسمالي الناتج

عن ارتفاع الأسعار ولم تظهر العلاقة القائمة بين قسائم وأرباح الشركة.

إلاّ أنّه يُمكن إبراز هذه العناصر عن طريق تقدير تكلفة الأسهم العادية على أساس أنّ القسائم

ستوزع في فترة منتهية ونحاول معرفة سعر السهم في نهاية تلك المرحلة وهذا بالصيغة الرياضية

التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} + \frac{P_1}{1+K_e}$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1+K_e}$$

$$K_e = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad \dots (13-1)$$

إنّ هذه الصيغة الأخيرة عبارة عن النموذج القطري الذي اقترحه *Sharpe* في سنة 1963

لتحديد عائد السهم المطلوب

إلاّ أنّ *Van Horne* أكد أنّ نموذج التقييم بالقسائم يأخذ بعين الاعتبار الربح الرأسمالي،

حيث أنّ المستثمر يُمكن له أن يعتبر أنّ سعر السهم يُدمج من جهة القيمة الحالية للقسائم المستقبلية



المنتظرة، والربح الرأسمالي عند بيع السهم من جهة أخرى. ويُمكن صياغة ذلك رياضياً على النحو التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n} \quad \dots (14 - 1)$$

حيث إن الشرط الأول من الطرف الثاني للمعادلة يعبر عن القيمة الحالية للقوائم خلال فترة امتلاك السهم. أما الشرط الثاني من نفس الطرف فيمثل سعر السهم الذي يتوقعه المساهم عند التنازل عنه في الفترة  $n$ .

وحسب *Van Horne* دائماً فإن سعر التنازل في الفترة  $n$  ما هو في حقيقة الأمر إلا القيمة الحالية للقوائم المستقبلية التي ينتظرها بعد هذه الفترة (بعد  $n$ ).

$$P_n = \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^{t-n}} \quad \dots (15 - 1)$$

وبالتالي فإن سعر السهم هو كما تم تقييمه في المدخل السابق بالشكل التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} \quad \dots (16 - 1)$$

#### ب - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: **Capital Asset Pricing Model ( CAPM)**

يقابل مدخل التدفقات النقدية المخصومة، نموذجاً آخر بديلاً لتقدير قيمة معدل العائد المطلوب، يُعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. وينص هذا النموذج على أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي معدل العائد الخالي من الخطر زائد علاوة خطر.

- **معدل العائد الخالي من الخطر:** يتحدد هذا المعدل أساساً بسعر الفائدة على الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وبالذات حوالات الخزينة وأوراق مالية قصيرة الأجل خالية من الخطر كلياً ولذلك فإن سعر الفائدة منخفض جداً مقارنة بأسعار الأوراق الأخرى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حمزة الشمخي وإبراهيم الخزروبي ، مرجع سبق ذكره، ص 343.

- علاوة الخطر: تعتمد هذه العلاوة على درجة نفور وتهيب المستثمرين من المخاطر وتتحدد هذه العلاوة بالفرق بين معدل العائد المتوقع في السوق ومعدل العائد الخالي من الخطر، ويضرب هذا الفرق في معامل بيتا ( $\beta$ ) الذي يُعتبر مقياساً للمخاطر النظامية والصيغة الرياضية لهذا النموذج تكتب بالشكل التالي:

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad \dots (17 - 1)$$

حيث أن:

$R_F$ : تمثل معدل العائد الخالي من الخطر (بمعنى العائد الذي سيتحقق من الاستثمار فيها مؤكد).  
 $R_M$ : معدل العائد لمحفظه الأوراق المالية في السوق.

$\beta (R_M - R_F)$ : علاوة مخاطر السهم أو الورقة المالية.

$R_E$ : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين ويمثل في نفس الوقت تكلفة التمويل بالأسهم العادية المتداولة. (يقابل الرمز  $K_e$  في نموذج التدفقات النقدية المخصومة)

$\beta$ : تمثل معامل بيتا لعائد السهم والذي يعكس حجم المخاطر النظامية وهو عبارة عن مقياس إحصائي للمخاطر يقيس تقلب عائد السهم قياساً بمتوسط عوائد الأسهم في السوق، ويُحسب بالعلاقة التالية:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\rho_{i,m} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث:

$\rho_{i,m}$ : التباين المشترك بين معدل عائد السهم ومعدل عائد السوق.

$\sigma_i$ : الانحراف لمعياري لعوائد السهم، حيث يقيس درجة تقلبها.

$\sigma_m$ : درجة الانحراف لمعياري لعوائد السوق، حيث يقيس درجة تقلبها.

إنّ نموذج تقييم الموجودات الرأسمالية يعترف فقط بالمخاطر النظامية ويعوّض المستثمرين عنها دون المخاطر غير النظامية، كما أنّه يقوم على فرض السوق الكامل الذي يتجاهل تكاليف

\* المخاطر الكلية للورقة المالية = المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية حيث أنّ المخاطر النظامية Systematic Risk يُقصد بها ذلك الجزء من المخاطر الكلية للورقة المالية والمرتبطة بعوامل سوقية تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق على حد سواء حيث أنّ هذه المخاطر لا يمكن تجنبها من خلال التنويع. أمّا المخاطر غير النظامية فيقصد بها ذلك الجزء من المخاطر الكلية المرتبطة بعوامل خاصة بالشركة التي أصدرت الورقة المالية ويمكن التعامل معها من خلال التنويع في المحفظة المالية. لمزيد كم المعلومات راجع: أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية"، ط1، دار وائل للشر، عمان، الأردن، 2010، ص321.

الإفلاس.<sup>1</sup> لذا يستعمل نموذج تعديل سعر الخصم الذي يتضمّن المخاطر الكلية (منتظمة وغير منتظمة) كما توضّحه المعادلة (18-1) التالية:

$$R_F = R_S + L (R_M - R_F) \quad \dots(18 -1)$$

حيث أنّ L تمثل معامل الاختلاف لعائد السهم وهو مقياس للمخاطر الكلية.

إن أهم الافتراضات التي قوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي<sup>2</sup>:

- ✓ للمستثمرين حوافز مالية متنوعة بشكل جيد.
- ✓ يسعى المستثمرون لتعظيم منفعتهم الاقتصادية كما وأنهم ينفرون من المخاطر.
- ✓ لا يمكن للمستثمرين التأثير على الأسعار.
- ✓ يمكن للمستثمرين الاقتراض والإقراض بمعدّل فائدة خالي من المخاطر.
- ✓ لا يوجد تكاليف معاملات ولا ضرائب.
- ✓ جميع المعلومات الضرورية مجانية ويُسهل الوصول إليها من قبل جميع المشاركين في نفس الوقت.
- ✓ الأصول المالية المتداولة قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.

#### رابعاً: تكلفة الأرباح المحتجزة

يُقصد بالأرباح المحتجزة بند قائمة الدخل الذي يطلق عليه "إضافات إلى الأرباح المحتجزة" وليس حساب الأرباح المحتجزة المجمعّة في الميزانية العمومية.<sup>3</sup> واحتجاز الأرباح داخل المؤسسة يصبح عملاً غير مبرراً ما لم يكن العائد من استخدامها يساوي على الأقلّ معدّل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للمالك، وهذا بافتراض غياب الضرائب على دخول المساهمين، وإذا كان بيع وشراء الأوراق المالية لا يترتّب عنها أي تكاليف أو مصاريف.

**1- مفهوم تكلفة الأرباح المحتجزة:** قد يعتقد البعض إنّ الأرباح المحتجزة أموالاً مجانيّة، ولكن هذا الاعتقاد غير صحيح فعادة ما يصاحب هذا النوع من التمويل تكلفة تماثل تكلفة الفرصة البديلة أي

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص120.

<sup>2</sup> Evra R. Porras, « The cost of capital », Palgrave Macmillan, New York , USA , 2011, pp. 54-55.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية والتمويل"، ط1، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص352.

مقدار العائد الذي يُمكن للمساهمين الحصول عليه لو أنّ الشركة ورّعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستثمارها في استثمارات بديلة.

وبالتالي فإنّ الإبقاء على الأرباح داخل المؤسسة لا بد وأن يُحقّق عائداً معيّناً يتساوى ومعدّل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية داخل المؤسسة، وعليه فإنّ تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي معدّل العائد المطلوب.

2- **تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة:** من أجل تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة، يُمكن الاعتماد على نفس الطريقتين السابقتين اللتان تمّ الاعتماد عليهما في تقدير تكلفة الأسهم العادية، وهما:

➤ طريقة التدفّقات النقدية المخصومة.

➤ طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أ. **طريقة التدفّقات النقدية المخصومة:** نظراً لأنّ احتجاز الأرباح لا ينطوي على أيّ مصروف للإصدار فإنّ تكلفة الاعتماد على هذا التمويل سيتم حسابها على قاعدة سعر السهم وليس على أساس الناتج الصافي من بيع السهم.

وفي مقارنة أولية نفترض غياب الضرائب على توزيعات المساهمين تصبح الصيغة الرياضية لتكلفة الأرباح المحتجزة تُحسب وفق المعادلة (19-1) المستعملة سابقاً:

$$K_r = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \dots (19 - 1)$$

حيث أنّ  $K_r$  هي التكلفة الدنيا للأرباح المحتجزة لأنّ القسائم يُمكن إنّ تحمل قيمة أعلى من معدّل الفرصة للمستثمرين.

$P_0$ : سعر السهم السوقي

$D_1$ : التوزيعات في آخر فترة.

- **حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور الضريبة على التوزيعات:**

إنّ الجانب الضريبي يلعب دوراً أساسياً في تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة فالكثير من كتّاب الإدارة المالية أكدوا على وجوب أن يتضمن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة الضريبة على الدخل الشخصي التي يتحمّلها المساهمون على القسائم المحصّلة، لذلك نجد أنّ تكلفة الأرباح المحتجزة تختلف باختلاف الشرائح الضريبية التي ينتمي إليها ملاك المؤسسة.

ف نجد أنه إذا كان المساهمون ينتمون إلى شرائح ضريبية ضعيفة (منخفضة) فإن ذلك سوف يؤدي إلى رفع تكلفة الأرباح المحتجزة لأنهم يخضعون لضرائب أقل على قسائم أرباحهم مما يشجعهم على تفضيل حصولهم على الأرباح المحققة بدلاً من إبقائها داخل المؤسسة. رياضياً يمكن التعبير عن تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور الضرائب على الدخل الشخصي وفق المعادلة (20-1) التالية:

$$K'_r = (1 - T_e) K_r \quad \dots(20-1)$$

حيث أن:

$T_e$ : هو المعدل الهامشي للضريبة المرجح لكل مساهمي المؤسسة.

$K'_r$ : تكلفة الأرباح المحتجزة بعد الضريبة الشخصية.

ب . نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: إن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) مرهون بتوافر القروض التي يقوم عليها، كما أنه يؤدي إلى نفس النتائج المحصل عليها عند تقدير تكلفة الأسهم العادية أي أن تكلفة الأرباح المحتجزة ستكون نفسها تكلفة التمويل بالأسهم العادية. رياضياً يمكن صياغة النموذج بالمعادلة (21-1) التالية:

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad \dots(21-1)$$

حيث أن:

$R_E$ : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين ويمثل في هذه الحالة تكلفة الأرباح المحتجزة. (يقابل الرمز  $K_r$  في نموذج التدفقات النقدية المخصومة).

هناك طريقة أخرى لتقييم تكلفة الأرباح المحتجزة تقوم على معيار العائد الخارجي للمؤسسة كما لو تعلق الأمر بتوظيف للأرباح المحتجزة مع اشتراط تماثل درجة المخاطرة بين التوظيف المحتمل والخطر المتعلق بالمؤسسة. وعليه فإن استعمال معيار العائد الخارجي يقضي بأن تكلفة الفرصة للأرباح المحتجزة تتحدد بما يمكن للمؤسسة الحصول عليه من توظيف لهذه الأموال خارج المؤسسة.

### المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة

تتوقف التكلفة الكلية الأموال على مكونات الخليط المكون للهيكل التمويلي وتكلفة كل عنصر فيه. ونظرا لتفاوت الأهمية النسبية واختلاف تكلفة مكونات هذا الهيكل فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير التكلفة الكلية الأموال.

#### أولا: حساب تكلفة الأموال وفق نظام الترجيح

تتمثل تكلفة الأموال في شكل متوسط مرجح أو مثقل لكل عناصر التمويل المستعملة، ويقصد بالمتوسط المرجح أو الموزون الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه من استثمارات المؤسسة حتى يتم تلبية العوائد المنتظرة من طرف المساهمين والمقرضين، ويمثل في نفس الوقت، المعدل الذي يتم به خصم تفضات النقدية المتاحة من أجل تقدير قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

وعليه يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ( $WACC^*$ ) بالصيغة الرياضية

التالية:

$$WACC = K_e \times V_e + K_d \times V_d + K_r \times V_r \quad \dots(22-1)$$

حيث أن:  $V_e$  ،  $V_d$  ،  $V_p$  ،  $V_r$  هي وزن كل من الأسهم العادية، الاقتراض طويل الأجل والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة على التوالي في هيكل رأسمال المؤسسة ككل أو المشروع الاستثماري المراد تمويله بهذه التشكيلة من الأموال.

$K_e$  ،  $K_d$  ،  $K_p$  ،  $K_r$  هي تكاليف عناصر هيكل رأس المال في المؤسسة. يُمكن أيضا حساب التكلفة الكلية للأموال باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF) بشرط معرفة معامل بيتا ( $\beta$ ) الشركة كوحدة واحدة وهذا لاستخدامه في المعادلة المعروفة<sup>2</sup>:

$$\text{العائد المطلوب أو تكلفة رأس المال} = R_s + \beta (R_s - R_m)$$

حيث أن  $R_s$  معدل العائد بدون خطر.

<sup>1</sup> Philippe Herlin, « Finance : le nouveau paradigme », Editions d'Organisation, Paris, France, 2010, p.105.

<sup>2</sup> WACC : Weighted Average Cost Of Capital

<sup>2</sup> زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص983.

ثانياً: المداخل المعتمدة في حساب تكلفة الأموال

إنّ المتوسط المرجح للتكاليف هو المعيار المستعمل في حساب تكلفة التمويل للمؤسسة ككل، إلا أنّ السؤال المطروح هو حول شكل الخليط الذي يتم على أساسه حساب التكلفة الكلية. والإجابة على هذا التساؤل تجعلنا أمام ضرورة التطرّق لكيفية إجراء عملية الترجيح ولأهمّ المداخل المعتمدة في حساب تكلفة الأموال.

**1- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية:** وفقاً لهذا المدخل يتم حساب تكلفة الأموال على أساس النسب الفعلية لقيم العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وأهم ما يعاب على هذا المدخل هو التغيّر المستمر لتكلفة عناصر التمويل من جهة والتكلفة المتوسطة المرجحة من جهة أخرى لكل تغيير يحدث في هيكل رأس المال.

ويتم اختيار معامل الترجيح، أي قيمة العناصر في هيكل رأس المال إمّا بالاعتماد على القيم الدفترية أي وفقاً للقيم المحاسبية لتلك العناصر المسجّلة في ميزانية الشركة، أو بالاعتماد على القيم السوقية لهذه العناصر أي بحسب قيمها في سوق رؤوس الأموال. إنّ الترجيح باستعمال القيمة السوقية قد يظهر أنّه أكثر ملاءمة لحساب تكلفة رأس المال بسبب توفّر شرط وحدة القياس، ولكن هناك في نفس الوقت اتجاه قوي نحو استعمال الترجيح بالقيمة الدفترية بسبب سهولة هذا الترجيح والصعوبات التي يُمكن تجاوزها بواسطته.

**2- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان المستهدفة:** بغرض تجاوز مشكلة عدم استقرار التكلفة الكلية للأموال في مدخل الأوزان الفعلية تم الاستعانة بمدخل الأوزان المستهدفة الذي يقضي بوضع هيكل رأسمال مستهدف للمؤسسة تسعى لتحقيقه، والذي يتضمّن مصادر التمويل التي سوف تعتمد عليها المؤسسة والوزن النسبي لكل عنصر. وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال، ولا تتغير هذه الأخيرة إلا إذا تغيّر القرار المحدّد لهيكل رأس المال.

يُعاب على هذا المدخل التفاوت الذي قد يحصل بين تكلفة رأس المال للهيكل الفعلي وتكلفة رأس المال للهيكل المستهدف، ممّا قد يترتب عليه قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن تُرفض ممّا ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 89.

3- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الحديثة: إنَّ اهتمام المؤسسة الحقيقي ينصبّ على رؤوس الأموال الجديدة وليس على تلك التي تمّ الحصول عليها في الماضي، لذلك فإنّها تهتم بتقدير تكلفة رأس المال على أساس الأوزان الحديثة، وهذا لسببين هاميين هما<sup>1</sup>:

✓ إنّ الأموال تعتبر بالنسبة للمؤسسة كمدخلات تسعى دوماً لحساب تكاليفها من أجل العمل على تخفيضها.

✓ إنّ تقييم تكلفة الأموال على أساس الأوزان الحديثة يفيد المؤسسة في عملية إعداد البرامج الاستثمارية.

إذن، وفقاً لهذا المدخل فإنَّ تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة.

إنَّ اعتماد المدخل الحديث لحساب تكلفة الأموال كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية، من شأنه أن يؤثّر سلباً على ثورة الملاك في المدى الطويل بعد أن تصبح المؤسسة مجبرة على تمويل نفسها بمصادر تمويل مرتفعة التكلفة بعد استنفادها للمصادر المنخفضة التكلفة.

4- تقدير تكلفة رأس المال باستعمال المتوسط الحديث: جاء هذا المدخل لتجاوز سلبيات المدخل الحديث لتقدير تكلفة الأموال، فحسب هذا المدخل تتمثل تكلفة الأموال في المتوسط المرجح بالأوزان للمصادر المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري والتي تكون مماثلة لتشكيلة هيكل رأس المال المستهدف أو هيكل رأس المال الفعلي.

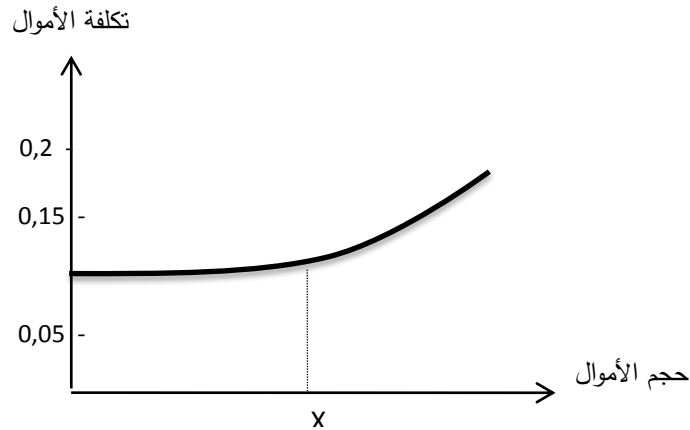
### ثالثاً: دالة تكلفة الأموال

كلّما زادت الموارد المالية المطلوبة لتمويل الاستثمارات ارتفعت تكلفة الأموال عمّا كانت عليه في الهيكل السابق، ويُتوقع أن ترتفع دالة التكلفة المتوسطة مع كل زيادة في حجم الأموال المطلوبة وفقاً للشكل (1-5) الموالي:

<sup>1</sup> J. Fred Weston et Eugene F. Brigham, « Gestion Financière », Traduit et adapté par Michel Caron, 2<sup>ème</sup> édition, les éditions Hrwltée, Montréal, Canada, 1976, p.342.



الشكل (1-5): منحي تكلفة الأموال



Source : James C Van Horne, « gestion et politique financière, la gestion a long terme », Tome1, Dunod, Paris, France, 1972, p.135.

يظهر في الشكل (1-5) أنه ليس بمقدور المؤسسة الحصول على كل ما تحتاجه من أموال بنفس التكلفة. فالعلاقة بين التكلفة المتوسطة المرجحة وحجم الأموال المطلوبة هي علاقة طردية، فانطلاقاً من حجم معين للأموال (النقطة X في الشكل)، كل انتقال من مستوى إلى مستوى آخر لحجم الأموال المطلوبة (الاحتياجات) يسبب تغير في التكلفة المتوسطة للأموال؛ حيث أن اللجوء المتكرر للاقتراض يرفع من درجة مخاطر المؤسسة مما يدفع المقرضين إلى رفع أسعار الفائدة على قروضهم، وبالمساهمين للمطالبة بمعدل أعلى للعائد المطلوب. أضف إلى ذلك أن المؤسسة بعد أن تستنفذ جميع مصادر التمويل المنخفضة التكلفة نسبياً تلجأ إلى خيارات تمويلية أخرى ذات تكاليف مرتفعة مثل طرح أسهم عادية جديدة بمعدل عائد مرتفع.

إن ظاهرة ارتفاع تكلفة الأموال بارتفاع حجم التمويل سيكون لها تأثير على قرارات الاستثمار في المؤسسة، فوفقاً للقاعدة التي تنص على أن المؤسسة لن تنفذ مشروعاً استثمارياً إلا إذا كان معدل العائد الداخلي له يساوي على الأقل تكلفة الأموال فإن الحجم الأمثل للاستثمار هو ذلك الحجم الذي يكون فيه المعدل الحدي للعائد الداخلي للاستثمار يساوي المعدل الحدي لتكلفة الأموال.

### المبحث الثالث: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تعتبر قرارات التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الإدارة المالية للمؤسسة والتي يتعين بموجبها تحديد الحجم اللازم من الأموال الضرورية لتمويل عمليات المؤسسة واختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة بما يمكن في النهاية من تحقيق الأهداف المرجوة التي تُراعي مصالح الملاك وتتسجم مع شروط ومقتضيات سوق الأموال.

#### المطلب الأول: المقومات الأساسية لقرارات التمويل

إن قرارات التمويل كغيرها من القرارات الاستراتيجية الأخرى في المؤسسة، التي تستوجب من القائمين على اتخاذها العناية بها وإدراك أهميتها وتحليلها وفقاً للأصول العلمية المتعارف عليها والضوابط الشرعية المنصوص عليها لكي تُوصل إلى الغايات المرجوة منها.

#### أولاً: مفهوم قرار التمويل وضوابطه

**1- مفهوم قرار التمويل:** يعدّ قرار التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية بالنسبة للمؤسسة لما له من تأثير على جوانب أساسية في نشاط المؤسسة ونتائجها، حيث يتمحور مضمونه، أساساً، حول الطريقة التي تتم بها المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة من أجل تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة.

ولضمان تحقيق قرار التمويل لأهدافه المرجوة، تسعى الإدارة المالية للمؤسسة لمعرفة خصائص مصادر التمويل المتاحة وتكاليف الحصول عليها، من أجل أن تختار أنسبها وتحديد المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة، حيث تختلف متطلبات هيكل التمويل من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب سياستها في التكيف مع هذه المتطلبات وحسب ما تراه يحقق أهدافها ومصالحها.

ورغم تعدد الاختيارات التمويلية للمؤسسة، إلا أنّ التركيز لا يزال منصباً على قرار المفاضلة بين الأموال الخاصة والأموال المقترضة في التمويل، لما لهذا التوزيع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة هما، العائد والمخاطر.

2- الضوابط الأساسية لقرارات التمويل: تخضع قرارات التمويل، التي تتخذ على مستوى المؤسسة، إلى مجموعة من الضوابط التي يجب مراعاتها حتى تحقق هذه القرارات أهدافها المرجوة وتتسجم مع التوجّهات العليا لإدارة المؤسسة. إلا إنّ هذه الضوابط تبقى عبارة عن توصيات عامة غير ملزمة لجميع المؤسسات نظرا لخصوصية نشاط كل مؤسسة وتوجّهات الإدارة العليا المشرفة عليها.

• **الملاءمة:** من القواعد العامة في الإدارة المالية للمؤسسة، الملاءمة بين مصادر التمويل واستخداماتها، حيث أن الاستخدامات المستقرّة يجب أن تموّل بواسطة الموارد الدائمة، أي مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل، كما يجب أن تموّل استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال أي بمصادر التمويل قصيرة الأجل.<sup>1</sup>

إنّ الإخلال بهذه القاعدة من شأنه أن يؤدي إلى عدّة مشاكل، أهمّها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل في حالة تم استعمال مصادر التمويل قصيرة الأجل في تمويل الاستخدامات المستقرّة، أو تراجع في ربحية المؤسسة في حالة تمويل استخدامات الاستغلال بمصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل.

• **المرونة المالية:** تعبّر المرونة المالية عن قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للاختلالات غير المتوقّعة لتدفقاتها النقدية أو الفرص الاستثمارية المتاحة.<sup>2</sup> حيث تعتبر المرونة المالية المحرك الأساسي لقرارات التمويل في المؤسسة، إذ أنّ على إدارة الشركة أن تحاول جاهدة لبناء المزيج التمويلي من توليفة تُتيح لها تعديل مصادر تمويلها بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الرئيسية في حاجاتها التمويلية. وهذا لا يعني فقط وجود بدائل مفتوحة لأخذ المال المطلوب، بل أيضا تقوية المركز التفاوضي للشركة أمام الجهات الخارجية المورّدة للمال.<sup>3</sup>

• **التوقيت:** التوقيت والمرونة المالية وجهان لعملة واحدة بخصوص تحديد أنواع الأموال المستخدمة، فإذا توقّرت المرونة للشركة يمكن لها أن تختار التوقيت المناسب وتحصل على حاجتها من المال بالشروط الملائمة، أي باقل تكلفة.<sup>4</sup> ويكون لظروف السوق دورا مهماً عند اتخاذ القرار

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص315.

<sup>2</sup> Franck Bancel and Usha R Mittoo, « **Financial flexibility and the impact of global financial crisis: evidence from France** », *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 7 , N<sup>o</sup>. 2, 2011, pp.179-216.

<sup>3</sup> سليمان أبو صبحا، "الإدارة المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2009، ص379.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص378.

بزيادة رأس المال وإصدار أسهم جديدة، أو إصدار أدوات الدين. حيث يكون إصدار أسهم جديدة أمراً يحمل الكثير من نسب المخاطرة في سوق راكدة وذلك عندما تكون اسعار السهم مخفضة.<sup>1</sup>

• **السيطرة:** عادة ما يكون لعامل السيطرة على الشركة دوراً مهماً في عملية اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة، فقد يفضل ملاك الشركة القدامى التمويل بالاقتراض بدلاً من إصدار أسهم جديدة حتى لا يفقدوا جزءاً من سيطرتهم على الشركة لحملة الأسهم الجديدة .

ومن ناحية أخرى، قد يلجأ القائمين على الشركة إلى زيادة نسب المديونية في الهيكل التمويلي كإجراء وقائي ضد محاولات الاستحواذ والسيطرة التي تستهدفها من طرف شركات أخرى.

• **التكلفة:** تعدّ تكلفة الأموال عنصراً حاسماً في قرار المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة وفي الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي المناسب للشركة، حيث أن لكل مصدر تمويلي تكلفة خاصة به يجب مراعاتها عند استعماله في تغطية الاحتياجات التمويلية المختلفة. وعليه فإن أفضل هيكل تمويلي هو الهيكل الذي يخفّض التكلفة المتوسطة المرجحة إلى الحدود الدنيا والذي يعظّم أرباح السهم في الشركة بالتبعية.

• **المخاطرة:** يقتضي مبدأ الحيطة والحذر، الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل، لأنّ التمويل ببيع سندات أو أسهم ممتازة يعرّض الشركة إلى مخاطر كبيرة. فإذا أصدرت الشركة سندات بناء على توقعاتها بزيادة المبيعات والربحية وجاءت الظروف عكس ذلك، فإن إيراد الشركة قد يعجز عن خدمة الدين، وعندها ليس من المستبعد أن يُصادر حملة السندات الأصول المرهونة لهم استيفاء لحقّهم، وهذا يقود إلى إفلاس الشركة. وبالمثل إذا كان ضمن الهيكل التمويلي للشركة أسهما ممتازة بنسبة عالية، فإنّ المساهمين العاديين قد لا يأخذون أي ربح في الأوقات التي تتراجع فيها أرباح الشركة وتُصبح بالكاد كافية لتغطية التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة.<sup>2</sup>

### ثانياً: الأطراف ذات العلاقة بقرارات التمويل

تُمارس عدة أطراف تأثيراً على قرارات التمويل التي تتخذ داخل المؤسسة ومن أهم هذه الأطراف نجد: المسيرين، المساهمون، الدائنون والدولة.

<sup>1</sup> برايان كويل، "هيكل رأس مال الشركات"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص58.

<sup>2</sup> سليمان أبو صباح، مرجع سبق ذكره، ص377.

1- **المسيرون:** إنّ وظيفة المسيرين هي تسيير المؤسسة، حيث يتكفلون باتخاذ القرارات وتنفيذها بناء على المعارف والكفاءات التي يكتسبونها. وليس بالضرورة أن تتطابق أهداف المسيرين مع أهداف ملاك المؤسسة (المساهمين)، فهم أيضا لديهم مصالحهم الشخصية التي يسعون لتحقيقها.

2- **المساهمون:** يقدم المساهمون رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة، وبالتالي هم الذي يملكون أسهمها. ووظيفة المساهمين مزدوجة، فهم أولا يضمنون تمويل المؤسسة في بداية نشاطها بفضل المساهمة الأولية في رأس المال، والمساهمة في الارتفاعات الدورية في رأس المال الاجتماعي والقبول بإعادة استثمار كل أو جزء من النتيجة الصافية المتولدة عن نشاط المؤسسة. كما يتحمل المساهمون الخطر المرتبط بالتوزيع العشوائي للعائد الذي يتحصلون عليه، ولهذا السبب يكون لهم الحق في الرقابة على إدارة المؤسسة.

إنّ هدف المساهمين هو الحصول على عائد مجزي مقابل الأموال المستثمرة، حيث أنّ مستوى العائد المطلوب يرتبط بمستوى الخطر الذي يتحملونه، وعليه يمكن القول أنّ هدف المساهمين هو تعظيم قيمة أسهمهم، ومن أجل ذلك فهو يبحثون عن السهم التي يمنحهم أقصى عائد في شكل قسائم وفائض قيمة عند التنازل عنه.

وفي المقابل تقع على عاتق المساهمين مهمة تحمل المخاطر التي يتضمّن نشاط المؤسسة، حيث يتشكّل هذا العبء من الخطر المصاحب لنشاط المؤسسة من جهة، ومن خصوصية العلاقة القانونية التي تربطهم بالمؤسسة من جهة أخرى.<sup>1</sup>

3- **الدائنون:** يلعب الدائنون نفس الدور الذي يلعبه المساهمون وهو تمويل المؤسسة، إلا أنّ الاختلاف يكمن في أنّ الدائنين يقدمون مصادر تمويل مؤقتة وليست دائمة، حيث أنّ آجال التسديد منصوص عليها في العقد. وهدف الدائنين هو الحصول على الفوائد واسترجاع الأموال المقرّوضة. ولا يمكن تحقيق هذا الهدف إلا إذا كانت المؤسسة تتميز بالملاءة المالية اللازمة، حيث يبحث الدائنون عن حماية أنفسهم ضد مخاطر عدم التسديد من خلال طلب ضمانات مثل الرهن على بعض أصول المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك فإنّ الدائنون يتحملون خطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق.

<sup>1</sup> Nathalie Mourgues, Op.cit, p.20.

4- **الدولة** : تمارس الدولة تأثيرا على قرارات التمويل في المؤسسة بشكل مباشر من خلال القوانين التي تُسنّها لتنظيم سوق توظيفات الادّخار، أو بشكل غير مباشر من خلال السياسة النقدية التي تؤثر على أسعار الفائدة في البنوك والتشريع الجبائي الذي تُصدره والذي يؤثر على جميع القرارات المالية في المؤسسة بما فيها تلك التي تتعلق بالتمويل.

### ثالثا: أهداف المؤسسة واتخاذ قرارات التمويل

1- **أهداف المؤسسة**: تُشتقّ أهداف قرارات التمويل من أهداف المؤسسة، حيث أنّه من الضروري التأكيد على أنّ القرارات الرشيدة والتي تتسم بالكفاءة، تفترض وجود أهداف واضحة ومحدّدة تسعى هذه القرارات لبلوغها وتمثّل هذا الأهداف معايير مناسبة لتقييم البدائل المتاحة واختيار أنسبها، حيث يجب أن تتمتع الأهداف المرصودة بالخصائص التالية:

✓ واضحة وغير مُبهمة، حيث أنّ الأهداف الغامضة تُعطي قواعد غير واضحة يختلف فهمها من مسؤول لآخر.

✓ لها القابلية للقياس من أجل تقييم درجة نجاح أو فشل القرار.

✓ لا يكون لها انعكاسات سلبية على أنظمة فرعية أخرى داخل المؤسسة، وهو ما قد ينعكس سلبا على الأرباح الاجمالية للمؤسسة.

وحسب ما نصّت عليه الأدبيات المالية، فإنّ ما ترمي إليه القرارات المالية إجمالا، هو تحقيق هدفين رئيسيين هما:

➤ هدف تعظيم الربح

➤ هدف تعظيم ثروة الملاك

أ- **تعظيم الربح**: يُعتبر تعظيم الربح هدفا تقليديا، بدأ استخدامه في القرن التاسع عشر، حيث ساد الاعتقاد طويلا ولا يزال أنّ تعظيم الربح يمثّل الهدف الأول للشركات الاقتصادية. ويعتبر تحقيق الربح من العناصر الضرورية لتحقيق بقاء المؤسسة واستمرارها في النشاط، كما يعتبر من الأمور

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, "Finance d'entreprise- théorie et pratique", Traduit par Gérard Hirigoyen, 2<sup>ème</sup> édition ,Nouveaux Horizons, Paris, France,2007, p.42.

الأساسية التي يتطلّع إليها المستثمرون، ومؤثراً هاماً للدائنين على سلامة المركز المالي للمؤسسة، وأداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدامها للموارد المتاحة.<sup>1</sup>

إلا أنه أثبت العديد من الانتقادات حول هدف تعظيم الربح، أهمها أنه لا يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ويتجاهل توقيت حدوث التدفقات النقدية، بالإضافة إلى تجاهله لعامل الخطر المرتبط بقرارات التمويل والاستثمار.

ب- **تعظيم ثروة الملاك** : يرى معظم مفكري الإدارة المالية أنّ هدف تعظيم ثروة الملاك\* والتمثّل في تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية يعدّ الهدف الأكثر ملائمة للقرارات المالية<sup>2</sup>، حيث أنّ أسعار الأسهم السوقية تعكس نتائج تقويم السوق المالي للعوائد المتوقعة للمؤسسة خلال الزمن وللمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة ولعوامل أخرى كثيرة. وعليه ينبغي على إدارة المؤسسة العمل على تحقيق مصالح الملاك الذين يمتلكون رأس المال، وهذا من خلال اتخاذ القرارات المالية التي تهدف لتعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

ونظراً لضرورة وضع هدف محدّد وواضح ينبغي للقرارات المالية تحقيقه، أصبح هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد أو هدف تعظيم ثروة الملاك، استراتيجية مثلى للإدارة المالية ومحوراً لقراراتها. حيث تبنت الغالبية العظمى من المؤلفات والكتابات في حقل الإدارة المالية هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد تطوّرت الكثير من النظريات من هذا الهدف ولاقت مساندة كبيرة من قبل الشركات الاقتصادية والمُدرّاء الماليين أنفسهم، بل أصبح هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم أو تعظيم ثروة الملاك منهاجاً فرضياً لكل الدراسات التحليلية في حقل الإدارة المالية.

ويرى *Aswath Damodaran* أنّ هناك ثلاثة (3) أسباب وجيهة تجعل من هدف تعظيم ثروة الملاك ذا أولوية وهي<sup>3</sup>:

✓ أسعار الأسهم هي المقياس الأسهل للمعاينة والمشاهدة، والتي تسمح بالحكم على الأداء المالي للمؤسسات؛

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2010، ص22.

\* إذا علما أنّ القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية للأسهم + القيمة السوقية للقروض وعليه فإنه قد لا يتوافق هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مع هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية في جميع الظروف.

<sup>2</sup> جميل بدير الخولي، "محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995، ص20.

<sup>3</sup> Aswath Damodaran, Opcit, p.43.

✓ أسعار الأسهم، في السوق الذي ينشط فيه مستثمرون يتميزون بالرشادة، تعكس النتائج طويلة الأجل لقرارات المؤسسة الحالية؛

✓ أسعار الأسهم هي المقياس الحقيقي لثروة المساهم، بما أنّ هذا الأخير يُمكنه بيعها في أي لحظة والحصول على ثمنها فوراً.

ولقد أصبحت العديد من الشركات تسعى لوضع هدف تعظيم القيمة في رسالتها نظراً لأهمية هذا الهدف، كما حوّلت الكثير من الشركات وُجْهتها نحو الإدارة من أجل القيمة.

إنّ أهمّ ما يُعاب على هذا الهدف، افتراضه السلوك الرشيد في سلوك الشركات والمستثمرين في حين أنّه في ظلّ عدم كمال المعلومات المتاحة لمتخذي القرار ومحدودية المعرفة والادراك والقدرة الإدراكية لديهم والقيم والمعتقدات التي يؤمنون بها، فإنّهم يتميزون بالرشد المقيد. وعليه فإنّ المؤسسة قد تتبنى أهدافاً أخرى غير هدف التعظيم مثل هدف الإرضاء.

### رابعاً: مراحل اتخاذ قرار التمويل

إنّ منهجية اتخاذ القرار التمويلي تختلف من مؤسسة لأخرى وفقاً لاعتبارات كثيرة، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة التي تعمل فيها المؤسسة وغيرها، وهذا ما يجعل من الصعب وضع خطوات موحّدة ونموذجية لكل المؤسسات. إلا أنّ واقع الممارسة العملية للمؤسسات أكّد على وجود سيرورة من الخطوات النمطية الأساسية التي تشترك في اتّباعها أغلبية المؤسسات الاقتصادية، والتي سنذكرها وفق تسلسلها المنطقي.

1- **تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة:** على المؤسسة أن تتعرّف، بشكل مستمر، على الاحتياجات المالية لها في الفترة الحالية والفترة المستقبلية القريبة منها والبعيدة. وبعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولوياتها وأهميّتها.<sup>1</sup>

والتعرّف على الاحتياجات لا يتمّ فقط عند التأسيس وبداية عمل المشروع فحسب، وإنّما يبقى عملاً مستمراً طالما أنّ هناك مستجدّات يخضع لها المشروع باستمرار، ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الاحتياجات.

<sup>1</sup> محمد الفاتح المغربي، "تمويل ومؤسسات مالية"، دار النشر الجامعية، القاهرة، مصر، 2017 ص 153.



ويعتبر التنبؤ بحجم التدفقات النقدية التي تولدها المؤسسة في المستقبل مرحلة أساسية في عملية تقييم متطلبات التمويل ونوعها، والتي تؤثر بدورها على قرار التمويل المتخذ. وعلى هذا الأساس ينبغي أن تتميز التنبؤات بالتدفقات النقدية بميزتين أساسيتين، هما<sup>1</sup>:

✓ **دقة الكمية:** حيث ينبغي أن تكون التنبؤات بالتدفقات النقدية قريبة من المبالغ الفعلية قدر المستطاع؛

✓ **دقة التوقيت:** ينبغي أن يكون هناك تنبؤ دقيق لتوقيت حدوث التدفقات النقدية من خلال تتبع حركة التدفقات النقدية في الفترة السابقة واعتماد أساليب التنبؤ الحديثة.

2- **تحديد حجم ونوعية الأموال المطلوب:** "بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية، تبدأ مرحلة تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديرها أعلى من المستوى المطلوب أو أدنى منه، وهنا لا بد من تحديد حدّين لتمويل أية صفقة أو عملية، هما الحد الأعلى والحد الأدنى ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد تكلفة رأس المال العامل والنفقات الأخرى الضرورية"<sup>2</sup>.

3- **تحديد بدائل التمويل المتاحة:** يتم في هذه المرحلة حصر جميع بدائل التمويل المتاحة التي لها قدرة على تغطية الاحتياجات المطلوبة وفق الأهداف الموضوعية وحسب طبيعة الاحتياج التمويلي ومدته الزمنية.

4- **تقييم بدائل التمويل:** يتم تقييم بدائل التمويل المتاحة وفقا للمعايير والأهداف الموضوعية من طرف الإدارة المالية للمؤسسة، حيث يتم في هذه المرحلة حساب تكلفة البدائل التمويلية المقترحة ورصد تأثيراتها المحتملة على مختلف النواحي المالية والرقابية للمؤسسة.

5- **تحديد شكل التمويل المناسب:** بعد عملية التقييم التي تمت في المرحلة السابقة لمختلف البدائل التمويلية المقترحة، تأتي مرحلة اختيار البديل التمويلي المناسب وفق المعيار أو المعايير التي تم وضعها مسبقا.

<sup>1</sup> بريان كويل، مرجع سبق ذكره، ص18.

<sup>2</sup> محمد الفاتح المغربي، مرجع سبق ذكره، ص154.

6- مباشرة عملية التمويل فق البرنامج المقرر: بعد أن تمّ تحديد الاحتياجات التمويلية ومقدارها وشكل التمويل، فإنّه من المفضّل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني من أجل ضمان تدفق سلس لهذه الأموال إلى داخل المؤسسة.

7- متابعة التنفيذ والرقابة عليه: لابد من المتابعة المستمرة لعملية التنفيذ والقيام بتصحيح الانحرافات إن وقعت والتي تنجم عن خطأ في التنفيذ أو لأسباب أخرى كما أنّه من الممكن للخطة التمويلية أن تتقادم وبالتالي لابد من العمل على تحديثها وتعديلها وفقا للظروف المستجدة.

### المطلب الثاني: قرار تشكيل الهيكل التمويلي

إنّ من بين القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها، القرار المتعلّق باختيار الهيكل التمويلي، أي تحديد المزيج المناسب من مصادر الأموال المقترضة ومصادر الأموال الخاصة التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية وتغطّي جميع احتياجات المؤسسة التمويلية.

### أولاً: مفاهيم أساسية حول الهيكل التمويلي

يُقصد بالهيكل التمويلي للمؤسسة، توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها. ويتكوّن الهيكل التمويلي للمؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكّل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين ( اقتراض) أو أموال خاصة.<sup>1</sup>

ويختلف الهيكل التمويلي بالمفهوم السابق عن هيكل رأس المال، الذي يتضمّن تشكيلة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط أي أنّ هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل التمويلي.

وتختار المؤسسة هيكلها التمويلي في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغيّر هذه الاعتبارات يتغيّر الهيكل التمويلي، غير أنّه يجب أن يكون لإدارة المؤسسة تصوّراً واضحاً لهيكلها التمويلي في ضوء هذه التغيرات.<sup>2</sup> وبصفة عامّة تنطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل التمويلي على تحقيق الموازنة بين الخطر والعائد، بالشكل الذي يؤدّي في النهاية إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. عموماً، يمكن التفرقة بين ثلاثة (3) مفاهيم أساسية تتعلّق بالهيكل التمويلي وهي:

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص401.  
<sup>2</sup> المرجع نفسه.

**1- الهيكل التمويلي الفعلي:** وهو هيكل تمويل المؤسسة في الحاضر ويعكس مختلف مصادر التمويل التي لجأت إليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها التمويلية في الماضي، والتي تظهر في الجانب الأيسر للميزانية.

**2- الهيكل التمويلي المُستهدف:** بعد أن تقوم المؤسسة بتحليل مختلف العوامل الخاصة المتعلقة بها والمحيط بها، تقوم بوضع هيكل تمويلي مستهدف تسعى للوصول إليه، والذي تحدّد فيه مصادر التمويل المختلفة الخاصة والمقترضة ونسبة كل مصدر من هذه المصادر في هذا الهيكل، ويجب الأخذ بعين الاعتبار أنّ الهيكل المستهدف قد يتغير بتغيّر الظروف المحيطة. لكن بالرغم من ذلك يجب على إدارة المؤسسة أن تحدّد لها هيكلًا مستهدفًا، لأنّ وجود هذا الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضّح الرؤيا أمام متخذ القرار التمويلي.<sup>1</sup>

**3- الهيكل التمويلي الأمثل:** ورد مصطلح الهيكل التمويلي الأمثل في الأدبيات المالية خاصة بعد إسقاط فرضية السوق الكامل وظهر نماذج الموازنة الساكنة، حيث يُشير هذا المصطلح إلى المزيج من مصادر التمويل الخاصة ومصادر التمويل المقترضة والذي يترتّب عليه إحداث توازن بين مزايا اللجوء إلى الاقتراض و التكاليف المترتبة عنه والذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المؤسسة.

### ثانياً: مكانة الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي

تحتلّ الأموال الخاصة مكانة خاصّة في الهيكل التمويلي للمؤسسة بحكم الخصائص التي تتمتع بها والتي تفرّقها عن باقي مصادر التمويل الأخرى، فبفضلها يتم إنشاء المؤسسة ويصبح لها الشخصية القانونية وهي التي تشكّل الدعامة الأساسية لتوزيع الملكية والسلطة داخل المؤسسة. كما أنّها تعتبر المحرك الأول لنشاط المؤسسة في غياب باقي مصادر التمويل الأخرى بالإضافة إلى أنّها خط الأمان الأول في مواجهة مخاطر النشاط التي تتعرّض لها المؤسسة.

ولا تظهر الأموال الخاصة الخارجية كمصدر تمويلي له أولوية، إلّا في الحالات التي تعرف فيها المؤسسة تحوّلًا جذريًا في نشاطها أو توجّهًا نحو أنشطة جديدة، بحيث يتغيّر مستوى المخاطر التي تواجهها ويحدث تعديلًا في التزام المساهمين اتجاه الأطراف الأخرى. وعليه فهي تأتي في

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العرضي، "الإدارة المالية المتقدمة- مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 380.

المرتبة الأخيرة في سلم ترتيب مصادر التمويل بسبب تكلفتها المرتفعة مقارنة بباقي مصادر التمويل الأخرى، بالإضافة إلى كونها طريقة تمويل غير محدّدة في فترات التضخم.<sup>1</sup>

وفي جميع الحالات، يجب أن يتلاءم حجم الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي مع خصائص المؤسسة واستراتيجيتها ومع عوامل المحيط الذي تعمل فيه.<sup>2</sup> وعليه، يمكن تلخيص أهمّ مزايا استعمال الأموال الخاصة في التمويل في العناصر التالية:

• تُمثل الأموال الخاصة مصدراً دائماً للتمويل فهي لا تُستحقّ في تاريخ محدّد ولا يجوز استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها.

• إنّ الأموال الخاصة لا تُحمّل المؤسسة تكاليفاً ثابتة، فهي غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في شكل قسائم على حملة الأسهم حتى في السنوات التي تحقّق فيها أرباحاً.

• إنّ الأموال الخاصة تمثل شكلاً من أشكال الاحتياطي أو الضمان، الذي يوفّر الحماية للدائنين من الخسارة المحتملة للمؤسسة، وعليه فإنّ حيازة المزيد من الأموال الخاصة يعمل على تحسين سمعة ملاءة المؤسسة ويزيد في طاقتها الاقتراضية.

• يمنح التمويل عن طريق الأموال الخاصة إدارة المؤسسة مجالاً واسعاً للتصرف، ويمكنها من جني منافع الرفع المالي، أي استخدام أموال الغير في التمويل. حيث تُتاجر الإدارة بالأموال الخاصة متّجهة إلى المقرضين (أرخص أنواع مصادر التمويل) لتزويدها بحاجتها من المال، فتجدهم متحمّسين لمدها بالمال طالما أنّها مموّلة بوفرة من أموال ملاكها، لأنّ المقرضين على دراية بأنّ وفرة أموال الملاك ستمتصّ أي خسارة محتملة وتحول دون لحاقها بهم. فالأموال الخاصة في المؤسسة تعمل كمنصّة للصدمات الذي يحدّ من أثر الخسائر التي تقع فيها المؤسسة على الدائنين.<sup>3</sup>

وعلى الجانب الآخر قد يعتبر اللجوء إلى المزيد من الأموال الخاصة أمراً غير محبّب ويحمل معه الكثير من النقائص والعيوب، ويرجع ذلك للأسباب الرئيسية التالية:

• تُحمّل الأموال الخاصة المؤسسة تكاليفاً مرتفعة، ويرجع سبب ذلك إلى كون أن:

<sup>1</sup> Pierre Conso et Farouk Hemici, « Gestion financière de l'entreprise », 10<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2002, p.569.

<sup>2</sup> Alain Marion, « Analyse Financière : Concepts et méthode », Dunod, Paris, France, 1998, p.108.

<sup>3</sup> سليمان أبو صباح، مرجع سبق ذكره، ص 369.

✓ العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية عادة ما يكون مرتفعا نظرا للمخاطر التي تواجه أموالهم المستثمرة في هذه الأسهم.

✓ إن الأرباح التي تولدها الأسهم العادية (القوائم) على عكس فوائد القروض لا تعتبر من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، مما يفوّت الفرصة على المؤسسة للاستفادة من الوفورات الضريبية جرّاء ذلك.

• قد يؤدي رفع رأس المال الاجتماعي للمؤسسة إلى دخول مساهمين جُدد، ممّا يعني تشتتًا أكبر للأصوات في الجمعية العمومية وإضعافا لمركز الملاك القدامى في الإدارة، خاصة في حالة عزوفهم عن الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة.<sup>1</sup>

• تعتبر تكاليف إصدار وتوظيف الأسهم العادية هي الأكثر ارتفاعا مقارنة بالسندات، وسبب ذلك هو ارتفاع مصاريف دراسة الاستثمار في هذه الأسهم من جهة وارتفاع مخاطر الاستثمار فيها، ممّا يستدعي توزيعها على عدد كبير من المستثمرين وما ينجّر عن ذلك من تحمّل المؤسسة لتكاليف إضافية من جهة أخرى.

• قد يعتقد القائمين على المؤسسة أنّ الأموال الناتجة عن الأموال الخاصة ليس لها أيّ تكلفة، وهذا ما قد يدفعهم إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، ينتج عنها في النهاية سوء استخدام للموارد المالية للمؤسسة.

### ثالثا: مستوى الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي

يلعب الاقتراض دورا أساسيا في نمو المؤسسات، حيث يُعتبر أحد الدعائم الاستراتيجية لنمو أصول المؤسسة، والرفع من طاقتها الانتاجية، في ظل عجز الأرباح المحتجزة المتراكمة عن تمويل كلّ الاحتياجات التمويلية للمؤسسة والإجراءات المعقّدة لرفع رأس المال الاجتماعي.

وتلجأ المؤسسات إلى استخدام أموال الغير، بسبب عدم كفاية أموال الملاك لتغطية احتياجاتها المالية التي تفوق قدرة مالكيها من جهة، وإلى التنويع أو الاستفادة من أموال المستثمرين الباحثين عن معدّل عائد منخفض نسبيا لكنه مضمون من جهة أخرى.

<sup>1</sup> Edith Ginglinger, « Les décisions de financement des entreprises », Editon Nathan, Paris, France, 1997, p.51.

بالإضافة إلى ذلك، فإن المؤسسة خلال دورة حياتها، تمرّ بمراحل لا تتوفّر لديها إمكانية استعمال الأموال الخاصة إلا بتكلفة عالية، فتلجأ إلى التمويل بالقروض كونه أقلّ تكلفة وأكثر مرونة في استخدامه والتخلّي عنه. ويمكن تلخيص أهمّ مزايا التمويل بالاقتراض في النقاط التالية:

- يعتبر التمويل بالاقتراض أقلّ تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولّد عنه، كما أن العائد الذي يطالب به المقرضون هو أقلّ من عوائد حملة الأسهم العادية والممتازة بسبب تعرضه لمخاطر أقل<sup>1</sup>.
- إن المقرضون لا يساهمون في الأرباح الصافية في حالة تحقّقها لأن معدّل الفائدة لا يتغيّر بتغيّر أرباح المؤسسة، كما أنّهم لا يساهمون في إدارة ومراقبة الشركة لأنهم لا يتوفّرون على حق التصويت في الجمعيات العامة.
- يمكن للشركة أن تشتترط في عقد الإصدار حق استدعاء السندات التي تم الاقتراض بواسطتها، أي العمل على تسديدها وإطفائها قبل تاريخ استحقاقها، وهذا إذا أصبحت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقلّ بكثير من أسعار الفائدة التي تحملها سندات الشركة، أو أصبح لدى الشركة فائضا من الأموال لا تحتاجه لعدم وجود فرص استثمارية<sup>2</sup>.
- قد يكون الاقتراض بديلا مناسباً للأسهم العادية الجديدة في الحالات التي تضعف فيها كفاءة السوق المالي، وتكون الأسعار السوقية لأسهم الشركة منخفضة جدا أو تكون بعيدة عن قيمتها الحقيقية<sup>3</sup>.
- نظرا لطابع إلزامية دفع أقساط القرض وفوائده في تواريخ محدّدة مهما كانت النتيجة المالية للمؤسسة، فإن الاقتراض يلعب دورا رقابيا ومحقّزا لإدارة المؤسسة من أجل الرفع من كفاءتها وترشيد الانفاق والعمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية من خلال صرفها على الاستثمارات الأكثر ربحية<sup>4</sup>.

إلا أنّ لجوء المؤسسة إلى الاقتراض يحمل معه بعض العيوب أهمّها:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر"، مرجع سبق ذكره، ص556.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> Harlod Jr .Bierman, « **Stratégie et gestion financière** », Economica , Paris, France,1982. p.25.

<sup>4</sup> Laurent Batsch, « **Finance et stratégie** », Economica, Paris, France, 1999, p.287.

- تتحمل المؤسسة بسبب لجوئها للاقتراض لنوع آخر من المخاطر يضاف إلى "مخاطر النشاط" يُسمى "بالمخاطر المالية" التي يرجع سببها أساساً للأعباء الثابتة التي تتحملها المؤسسة نتيجة وجود قروض في هيكل رأسمالها، فأى انخفاض في المبيعات بنسبة معينة يؤدي إلى انخفاض في ربحية السهم العادي بنسبة أكبر، يُضاف إلى ذلك أنّ فشل المؤسسة في تسديد أصل القرض أو فوائده يعرضها لمخاطر الإفلاس.
- كلما كانت المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة كبيرة بسبب استعمال القروض في التمويل أدى ذلك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم مما يسهم في انخفاض أسعار هذه الأخيرة.
- إن القروض، على عكس الأسهم، لها تاريخ استحقاق محدد، ومن ثمّ يستدعي ذلك من المؤسسة توفير مبالغ مالية معتبرة لاستخدامها في سداد الدين عندما يحلّ أجله.
- هناك حدود لإجمالي الديون في الهيكل التمويلي، على المؤسسة أن تعمل على احترامها تقييداً بمعايير السياسة المالية خاصة المتعلقة منها بنسب الاقتراض.
- لا يعد الاقتراض متاحاً للعديد من المؤسسات، فالمؤسسات الصغيرة، بل وحتى بعض المؤسسات الكبيرة، تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.<sup>1</sup>
- قد يُعطي عقد القرض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة، تصبح هذه الأخيرة بموجبها لا تملك الحرية في الحصول على قروض جديدة أو بيع وشراء أصول ثابتة وغيرها من القيود.
- معلوم أن فوائد القروض تعتبر من الربا المحرمة تحريماً قاطعاً في الدين الإسلامي، وهو ما يُجبر المؤسسات الاقتصادية التي تمتثل لنواهي الشرع، على أن تمتنع عن الاقتراض من المصارف والبنوك التي تشترط فوائد ربوية على تمويلاتها.

### المطلب الثالث: الآثار المالية المترتبة عن قرارات التمويل

هناك ارتباط وثيق بين قرارات التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وتتجسد هذه العلاقة من خلال التأثير الذي تمارسه طرق التمويل المختلفة على العائد والمخاطر المالية للمؤسسة والتي تؤثر في المحصلة على قيمتها السوقية.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، مرجع سبق ذكره، ص556.

أولاً: الآثار المترتبة على نتيجة الدورة وربحية الأموال الخاصة

1- الآثار المترتبة على نتيجة الدورة: يُمكن إظهار التأثير التي يُمارسه قرار التمويل على نتيجة الدورة من خلال تحليل نقطة التعادل أو النقطة الميَّنة، وهي النقطة التي تتساوى فيها حصيلة مبيعات المؤسسة مع جميع تكاليفها وعندها لا تحقّق المؤسسة لا ربح ولا خسارة.

حيث أنّه، مع بقاء باقي المعطيات الأخرى على حالها، فإنّ التمويل بالمصادر ذات التكلفة الثابتة، مثل الاقتراض، ستؤدّي إلى رفع مستوى نقطة التعادل.<sup>1</sup> وهذا يعني أنّ زيادة مبيعات المؤسسة سيكون له أثر إيجابي على النتيجة الصافية للمؤسسة. والعكس صحيح في حالة انخفاض نشاط المؤسسة وتراجع مبيعاتها فإنّ ارتفاع مستوى نقطة التعادل، بسبب المصاريف الثابتة لمصادر التمويل، سيشكّل عبئاً ثقيلًا على المؤسسة ويزيد من متاعبها المالية.

2- الآثار المترتبة على ربحية الأموال الخاصة: يُمكن إبراز تأثير قرار التمويل على ربحية الأموال الخاصة (المردودية المالية) من خلال ما يسمّى بأثر الرفع المالي والذي يقيس أثر استخدام القروض في العائد على الأموال الخاصة، حيث يمكن إظهار أثر الرفع المالي من خلال تحليل العلاقة التي تربط المردودية الاقتصادية مع المردودية المالية وهذا ما يمكن إبرازه في المعادلة التالية:

$$ROE = (1 - T) \left[ ROCE + \frac{D}{A} (ROCE - I) \right] \quad \dots (23 - 1)$$

حيث أن:

A: الأموال الخاصة للمؤسسة.

D: القروض.

I: معدّل الفائدة.

ROCE: Return On Employed Capital) معدّل المردودية الاقتصادية (أو العائد على رأس المال المستخدم) حيث أنّ:

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, « Finance d'entreprise, logique et politique », Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition , Paris, France , 2009, p.807.

\* أو العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) Return On invested Capital



$$\frac{\text{النتيجة قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{رأس المال المستثمر}} = \text{ROCE}$$

ROE: (Return On equity) العائد على الأموال الخاصة أو المردودية المالية.

توضّح المعادلة (1-23) أنّ المؤسسة إذا لم تلجأ للاقتراض فإنّ معدّل المردودية المالية يساوي معدّل المردودية الاقتصادية ( وهذا في غياب الضريبة على الدخل )، أمّا إذا لجأت المؤسسة إلى استعمال القروض في تمويلها فإنّه يمكن التمييز بين ثلاثة حالات:

❖ حالة (1):  $\text{ROCE} > I$  معدّل المردودية الاقتصادية يفوق معدّل الفائدة المدفوعة عن الأموال المقترضة، وبالتالي فإنّ أثر الرفع المالي موجب وهو في صالح المساهمين لأنّ معدّل مردودية الأموال الخاصة دالة متزايدة لنسبة الرفع المالي.

❖ حالة (2):  $\text{ROCE} < I$  معدّل المردودية الاقتصادية يقل عن معدّل الفائدة المدفوعة عن الأموال المقترضة، وبالتالي فإنّ أثر الرفع المالي سالب وهو في غير صالح المساهمين لأنّ معدّل مردودية الأموال الخاصة دالة متناقصة لنسبة الرفع المالي.

❖ حالة (3):  $\text{ROCE} = I$  معدّل المردودية الاقتصادية يساوي معدّل الفائدة المدفوعة عن الأموال المقترضة، أي إنّ الاقتراض لم يغيّر شيئاً من العائد المتاح للمساهمين.

إلا أنّ هذا التحليل الساكن غير كاف، حيث أنّه من الضروري تحليل حساسية معدّل المردودية المالية لكل تغيير في مستويات الرفع المالي للمؤسسة وتكلفة الاقتراض ومعدّل المردودية الاقتصادية على حد سواء.

ثانياً: الآثار المترتبة على ربحية السهم

يتم حساب ربحية السهم EPS (Earnings Per Share) بقسمة الأرباح الصافية Net Income (NI) على عدد الأسهم العادية المُصدرة والمُباعة على النحو الموضّح في المعادلتين

التاليتين:<sup>1</sup>

$$\text{EPS} = \frac{\text{NI}}{\text{N}} \quad \dots (24 - 1)$$

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، ط1، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، مصر، 1997، ص269.

$$\Leftrightarrow EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - T)}{N} \quad \dots (25 - 1)$$

حيث:

EBIT: النتيجة قبل الفائدة والضريبة

N: عدد الأسهم المصدرة.

وعليه يمكن قياس أثر طريقة التمويل، أو بالأحرى أثر الرفع المالي، على ربحية السهم من خلال قياس التغير الذي يحدث في عائد السهم العادي بسبب تغير بنسبة معينة في النتيجة قبل الفوائد والضرائب. و يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$DFL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT} \quad \dots (26 - 1)$$

كما يمكن تحديد درجة الرفع المالي (Degree of Financial Leverage) **DFL** مباشرة بالمعادلة التالية:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT} \quad \dots (27 - 1)$$

حيث، EBT: النتيجة قبل الضريبة.

تعتبر درجة الرفع المالي مقياساً لمدى حساسية ربحية السهم لتغيرات النتيجة قبل الفوائد والضرائب وحجم أعباء التمويل الثابتة. حيث يعتبر ارتفاعها سلاح ذو حدين، بمعنى أنه كما يمكن لارتفاع درجة الرفع المالي أن يعظم ربحية السهم في حالة ازدهار نشاط المؤسسة، يمكنه أيضاً أن يخفضها في حالات الانكماش مما يوسع من مدى المخاطر المالية المحيطة بالمساهمين العاديين والتي تعبر عن حالة عدم التأكد المحيطة بعائد السهم.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية"، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص225.

ثالثا: الآثار المترتبة على سيولة المؤسسة وملاءتها المالية

1- الآثار المترتبة على الملاءة المالية للمؤسسة: تتمتع المؤسسة بالملاءة إذا كانت قادرة على تسديد التزاماتها المالية عند تصفية مجموع أصولها، أي في حالة توقّفها عن النشاط وبيع جميع الأصول.<sup>1</sup> وعليه فإنّ الاقتراض لا يرفع من الملاءة المالية للمؤسسة بل يقوّضها، عكس الأموال الخاصة التي لا تُعتبر من التزامات واجبة الدفع التي تقع على عاتق المؤسسة، وبالتالي فهي تمثّل صمّام أمان للمؤسسة الذي يسمح باستيعاب أثر انخفاض قيمة الأصول والخسائر الاستثنائية في حالة التصفية. وعليه فإنّ ملاءة المؤسسة ترتبط بشكل وثيق بأهميّة الأموال الخاصة، المُعاد تقييمها على أساس القيمة التصفوية للأصول وليس على أساس قيمتها المحاسبية، مُقارنة بالتزامات المؤسسة وبطبيعة مخاطرها الصناعية التي تتحمّلها.

في حالة الخسارة، فإنّ ملاءة المؤسسة سوف تتراجع بشكل كبير نتيجة لانخفاض قيمة أموالها الخاصة، بالإضافة إلى ذلك فإنّها سوف لن تستفيد من الوفر الضريبي الذي ينتج عن خصم المصاريف المالية من النتيجة قبل احتساب الضريبة على الأرباح، وهو ما قد يدفعها للاقتراض من جديد لتغطية الانخفاض في قيمة الأموال الخاصة، الأمر الذي يُسبّب زيادة في المصاريف المالية وتفاقم في الخسائر.

ويُعتبر تحليل "الأصل الصافي" أي الفرق بين أصول المؤسسة وخصومها المستحقّة نقطة الارتكاز في التحليل المالي للمؤسسة الذي ينظر بزوايا مختلفة للأموال الخاصة، من خلال مقارنتها بمجموع التزامات المؤسسة.

2- الآثار المترتبة على سيولة المؤسسة: المقصود بالسيولة قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية في تواريخ استحقاقها في إطار نشاطها العادي من خلال توفير مصادر تمويل جديدة وأيضا ضمان التوازن بين الإيرادات والنفقات في كل وقت.<sup>2</sup>

إنّ أهميّة السيولة تكمن في كونها وسيلة لضمان استمرار عمل المؤسسة ووسيلة لتحقيق الربح وبناء سمعة مالية جيّدة وهي مفتاح لكسب ثقة المتعاملين مع المؤسسة، كما تُعتبر وسيلة قد

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, Op.cit, p.329.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen, Op.cit, P 809.

تُجنَّب المؤسسة خسائر رأسمالية ناجمة عن البيع الاضطراري لبعض الأصول والأوراق المالية لمواجهة الالتزامات.<sup>1</sup> بالإضافة إلى ذلك، فإنَّه في حالة وقوع المؤسسة في ضائقة مالية، فإنَّه يتعرَّض عليها الحصول على وسائل التمويل الضرورية سواء على مستوى الأسواق المالية أو المؤسسات البنكية، بسبب ضعف ثقة المستثمرين في مستقبلها.

وعليه فإنَّ السيولة ترتبط بأجال مصادر التمويل مستحقة الدفع، حيث يتم تحليلها في المدى قصير الأجل من خلال قياس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، كما يتم تحليلها أيضا، في المدى بعيد، من خلال قياس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها متوسطة وطويلة الأجل. ويُصبح من المفيد في مثل هذه الحالات، استعمال بعض المؤشرات والنسب المالية للهيكل المالي التي تقيس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية مثل: مؤشر رأس المال العامل، الأموال الخاصة، الاستدانة، نسبة الأصول الجارية إلى القروض قصيرة الأجل.<sup>2</sup>

من أجل تحليل مشكلة السيولة، يُصبح من الضروري عمل محاكاة لمختلف مستويات الاقتراض التي يُمكن للمؤسسة الوصول إليها وطرق تسديدها واختبار قدرة التدفقات النقدية للخرينة على التسديد العادي للقروض دون اللجوء إلى إعادة جدولتها. كما أنَّ على إدارة المؤسسة أخذ الحيطة والحذر من بعض العوامل والمخاطر التي تؤثر على سيولة المؤسسة والتي تحدث بشكل مفاجئ مثل<sup>3</sup>:

✓ حدوث أزمات اقتصادية (ركود) بحيث يصعب على المؤسسة تصريف منتجاتها وتسويقها محليا أو خارجيا أو ظهور قيود جديدة على التصدير والاستيراد.

✓ التأخر في تحصيل مستحقات المؤسسة لدى العملاء أو عدم التمكن من تحصيلها نهائيا (ديون معدومة).

✓ الارتفاع المفاجئ في أسعار المُشترىات وارتفاع أسعار المواد الخام والأجور.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، "إدارة رأس المال العامل"، ط1، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2017، ص21.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen, Op.cit, p.809.

<sup>3</sup> هيثم عجاج، "التمويل الدولي"، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص27.

### خلاصة الفصل

تحتوي عملية إمداد المؤسسة بالأموال من أجل تغطية احتياجاتها الجارية وبرامجها الاستثمارية، بالاهتمام والعناية اللازمين من طرف القائمين على المؤسسة نظرا لما لهذه العملية من تأثير على نواحي عدّة في نشاط المؤسسة ومستقبلها. حيث توجد أمام المؤسسة الاقتصادية مصادر تمويل مختلفة تختلف في خصائصها وفي تكاليف الحصول عليها، وهوما يفتح مجالا واسعا أمام الإدارة المالية للمفاضلة بينها من أجل اختيار أنسبها وتحقيق أهداف المؤسسة الموضوعة.

ولكي ينجح قرار التمويل في تحقيق الأهداف المرجوة منه، يجب على المكلفين باتّخاذ احتياطات الأصول العلمية المطلوبة التي تقتضيها مبادئ الرشادة والعقلانية التي نصّت عليها المدرسة العلمية في الإدارة، واتّباع المراحل المنهجية التي أقرتها الأدبيات المالية، والتي تبدأ بمرحلة تقدير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، مروراً بمرحلة تقييم بدائل التمويل المتاحة، وانتهاء بمرحلة تنفيذ البديل التمويلي والرقابة على عملية التنفيذ. ويوفّر المدخل الكمي مجموعة واسعة من أساليب التحليل المالي والحساب الرياضي التي تساعد في تحليل بدائل التمويل المختلفة وحساب تكاليفها وتقدير تأثيراتها المختلفة على المؤسسة.

ومن بين القرارات المهمّة التي تضطلع باتخاذها الإدارة المالية وتوليها العناية خاصة، القرارات المتعلقة باختيار هيكل التمويل، أي تحديد المزيج المناسب من مصادر الأموال المقترضة ومصادر الأموال الخاصة التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية وتغطّي جميع احتياجات المؤسسة التمويلية. حيث تختار المؤسسة هيكلها التمويلي في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغيّر هذه الاعتبارات يتغيّر الهيكل التمويلي، غير أنّه يجب أن يكون لإدارة المؤسسة تصوّراً واضحاً لهيكلها التمويلي في ضوء هذه التغيرات. وبصفة عامة تتطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل التمويلي على تحقيق الموازنة بين الخطر والعائد، بالشكل الذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

## **الفصل الثاني:**

**الأسس النظرية لقرارات التمويل**

**وعلاقتها بقيمة المؤسسة**

## تمهيد

تعدّ نظرية الهيكل التمويلي واحدة من أهم نظريات الإدارة المالية، حيث كانت الانطلاقة الحقيقية لهذه النظرية بعد المقالة الشهيرة التي قدّمها الباحثان *Modigliani & Miller* سنة 1958 وعرضا فيها مجموعة من النتائج الهامة التي قامت على افتراضات سوق رأس المال الكامل، ومن أبرز هذه النتائج عدم وجود علاقة بين قيمة الشركة وهيكلها التمويلي. وقد قام العديد من الباحثين والأكاديميين بإجراء عدد كبير من الدراسات النظرية والتطبيقية لتأكيد أو نفي ما جاء في نظرية *Modigliani & Miller* حيث تركّزت هذه الدراسات حول محدّدات الهيكل التمويلي وأثر هذا الأخير على قيمة المؤسسة وربحيّتها في ظل الاسقاط التدريجي لافتراضات سوق رأس المال الكامل.

وفي غضون ذلك، شهد حقل الإدارة المالية مجموعة من التغيّرات المهمة في العقود الثلاث الأخيرة مع ظهور مفاهيم وأنماط جديدة للإدارة أهمّها، خلق القيمة للمساهم وحوكمة الشركات والتي ساهمت في إرساء معايير أكثر دقّة في توجيه القرارات التمويلية داخل المؤسسة بما يتماشى وتحقيق مصلحة الملاك في ظل القيود التي تفرضها مصالح باقي الأطراف الأخرى ذات العلاقة بالمؤسسة.

سيتمّ التطرق في هذا الفصل إلى مختلف المداخل النظرية التي اهتمّت بدراسة كيفية تشكيل الهيكل التمويلي للمؤسسة وعلاقته بالأداء المالي لها، من خلال المباحث الأربعة التالية:

**المبحث الأول:** مدخل للقيمة وخلق القيمة في المؤسسة.

**المبحث الثاني:** نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال الكامل.

**المبحث الثالث:** نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال غير الكامل.

**المبحث الرابع:** أهم الاسهامات الحديثة في مجال نظرية التمويل.

### المبحث الأول: مدخل للقيمة وخلق القيمة في المؤسسة

تعدّ القيمة وخلق القيمة من المواضيع المهمة لجميع الشركات والتي هي عبارة عن آليات عمل جديدة تسمح بقيادة الشركة وتوجيه عملية اتخاذ القرار فيها نحو خدمة مصالح الملاك والحدّ من الممارسات الانتهازية لأعضاء إدارة الشركة، بالإضافة إلى تبني هدف خلق القيمة كهدف أساسي للشركة يكون بمثابة المعيار الأول للمفاضلة بين مختلف بدائل القرار المتاحة.

#### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة وخلق القيمة في المؤسسة

يرتكز الفكر المالي الحديث على نظرية قيمة المؤسسة، حيث يشير إلى أنّ هدف المؤسسة المعاصر هو تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها أو لجميع الأطراف ذات المصلحة بها، وبالتالي أصبح استمرار المؤسسة في نشاطها مرهوناً بقدرتها على تحقيق الثروة التي تقاس بمدى خلق القيمة. وعليه فإن المؤسسات التي تتبنى هذا الطرح بشكل عملي، مُلزَمة بتوجيه جميع قراراتها نحو تحقيق هذا الهدف.

#### أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة

يرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة، الذي يُعدّ أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي *J.B. Williams* في سنة 1938، حيث بيّن أن قيمة أي أصل (مادي أو مالي) تتحدّد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدّرة التي يولدها هذا الأصل، إلا أن الأصول الأولى لهذه الفكرة تعود إلى أعمال الاقتصادي *I. Fisher* الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية التي تعدّ ركيزة نظرية الاستثمار.<sup>1</sup>

وتعتبر قيمة السّهم العادي مقياساً لقيمة المؤسسة، وبما أنّ الأسهم العادية تعتبر إحدى أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، فإنّها تحمل قيماً مختلفة ومن بين هذه القيم نجد القيمة الحقيقية للسّهم، والتي تتأثّر بعوامل عديدة أهمّها توزيعات الأرباح المتوقّعة ودرجة المخاطرة المرافقة لها، والتي تنعكس في معدّل العائد المطلوب على الاستثمار في السّهم العادي، وقد تختلف هذه القيمة

<sup>1</sup> هوارى سويسي، "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص31.



عن القيمة السوقية للسهم التي تعكس السعر الذي يُباع به السهم فعلياً في الأسواق المالية. لذا فإن هدف الإدارة المالية يوجّه نحو تعظيم ثروة المالكين (حملة الأسهم العادية) عن طريق تعظيم قيمة الأسهم العادية التي يملكونها. ويمكن تعظيم قيمة الأسهم العادية من خلال تعظيم صافي القيمة الحالية، وما دامت القيمة السوقية للسهم تتقلّب حول قيمته الحقيقية، فإن تعظيم القيمة الحقيقية للسهم هو تعظيم لقيمته السوقية وهو ما تسعى إليه الإدارة المالية في المؤسسة من أجل تعظيم عوائد الاستثمار في السهم العادي. وتقع مسؤولية تعظيم ثروة المالكين على المدير المالي من خلال اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح لتعزيز قيمة المؤسسة المعبر عن أدائها وارتفاع العائد فيها، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في المؤسسة والاقبال نحو الاستثمار فيها.<sup>1</sup>

وظهرت الإدارة على أساس القيمة Value-based management في الولايات المتحدة الأمريكية في ثمانينات القرن الماضي وتم اعتمادها في شركات الدول الغربية منذ سنة 1990 وأصبحت طريقة جديدة لتسيير المؤسسات، حيث أن الشركات الكبرى مثل شركة Microsoft, Intel Coca-Cola, Siemens حققت نجاحاً كبيراً منذ تطبيق هذه المقاربة في التسيير.<sup>2</sup> حيث تقوم هذه الطريقة في التسيير على السعي نحو تعظيم القيمة الكلية للمؤسسة والتركيز على تكامل القيمة السوقية الخارجية والقيمة الاقتصادية الكامنة للمؤسسة، وعليه أصبحت نظرية الإدارة بالقيمة امتداداً وتطوراً لإدارة المؤسسة، وشكّل موضوعها مجالاً واسعاً للبحث والدراسة من طرف الكثير من الباحثين على مستوى العالمي.

### ثانياً: مداخل تقييم المؤسسة

يُعتبر تقييم الشركة أو أيّ مشروع بمثابة إصدار حكم حول وضعيته الحالية والمستقبلية له، لهذا تتطلب عملية التقييم إجراء تشخيص دقيق بغرض الحصول على كافة المعلومات الضرورية لذلك.<sup>3</sup> وتوجد العديد من الطرق التي تستعمل عند تقييم المؤسسات، حيث أنه لا يمكن اعتبار إحدى

<sup>1</sup> عابد حسن رشيد المزورري ومحمد حويش علاوي الشجيري، "أثر جودة الإبلاغ المالي في قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، ع 26، بغداد، العراق، 2010، ص 4-5.

<sup>2</sup> Xiaowei Wang, Jianying Zhang, Hong Man, « The influences of value-based management on dividend policy », *Journal of American Science*, Vol. 2, N°4, USA, 2006, pp.35-39.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، "أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات"، ج1، مرجع سبق ذكره، ص 174.

هذه الطرق على أنها مثلى خالية من كافة العيوب أو أنها بمثابة الطريقة الوحيدة المؤدية إلى قيمة دقيقة للشركة المعنية، تتفادى تقييم الشركة بالنقصان أو تقييمها بالزيادة. ويعرض الجدول (1-2) الموالى أهم المداخل المستعملة في تقييم المؤسسات الاقتصادية.

الجدول (1-2): المداخل الرئيسية المعتمدة في تقييم المؤسسات الاقتصادية

مداخل التقييم	أهم طرق التقييم التي يتضمنها المدخل
مدخل الذمة المالية ( عن طريق الميزانية)	- القيمة الدفترية - القيمة الدفترية المعدلة - القيمة عند التصفية - القيمة الجوهرية
مدخل المضاعفات ( عن طريق جدول حساب النتيجة)	- مضاعفات الربحية - مضاعفات رقم الأعمال - مضاعفات أخرى
المدخل المشترك (مدخل القيمة المضافة GOODWILL)	- الطريقة المباشرة ( طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين، الطريقة الانجلوساكسونية) - الطريقة غير المباشرة
مدخل خصم التدفقات النقدية	- التدفق النقدي للأموال الخاصة - القسائم - التدفق النقدي الحر - التدفق النقدي لرأس المال

Source : Pablo fernandez, « Company valuation methods : the most common errors in valuations », Working paper, N° 449, IESE business School, University of Navarra, Madrid, Spain, january 2002, Rev .february 2007, p.1. (بتصرف)

1- مدخل التقييم من خلال الذمة المالية: يعتمد هذا المدخل على تقييم منفصل لكافة عناصر الموجودات التي تتوفر عليها المؤسسة محلّ التقييم، أي تقييم مختلف بنود الأصول والخصوم. وعليه تكون قيمة المؤسسة عبارة عن مجموع تلك البنود.<sup>1</sup> ويضمّ هذا المدخل مجموعة من طرق التقييم أهمها:

أ- طريقة القيمة الدفترية: وفق هذه الطريقة في التقييم نتحصّل على قيمة المؤسسة من خلال تحديد وجمع التكلفة الأصلية للأصول ومخصّصات الاهتلاك والديون المعدومة، وعند طرح الديون من القيمة المحسوبة للأصول نحصل على قيمة الأموال الخاصة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محفوظ جبار، "أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات"، ج1، مرجع سبق ذكره، ص176.  
<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العرضي، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 191.

ب- طريقة القيمة الدفترية المعدلة: يُقصد بالقيمة الدفترية المعدلة تكلفتها الاستبدالية مع خصم مخصّصات الاهتلاك، حيث تأخذ هذه الطريقة في الحسبان أثر ارتفاع المستوى العام للأسعار (التضخم) على اعتبار أن الأصول مقيّمة بالتكلفة التاريخية لها.

ج- طريقة القيمة الجوهرية: حسب هذه الطريقة، فإن قيمة المؤسسة تتولّد عن قدرتها الحقيقية على توليد الأرباح وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكلها المالي، فهي تركز على مبدأ استمرارية النشاط وتهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الظروف العادية.<sup>1</sup>

2- مدخل التقييم من خلال خصم التدفقات النقدية: تقوم طريقة التقييم من خلال خصم التدفقات النقدية بتقدير قيمة كل أصل من خلال خصم التدفقات النقدية المنتظرة لهذا الأصل بمعدّل خصم يعكس المخاطر التي يتعرض لها هذا الأصل.<sup>2</sup> حيث أن قيمة كل أصل هي دالة للتدفقات النقدية التي يولدها هذا الأصل ومدّة حياته والنمو المتوقع للتدفقات النقدية والمخاطر المرتبطة بها، بعبارة أخرى فإن الأمر يتعلّق بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المنتظرة لهذا الأصل، وهو ما توضّحه العلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+k)^t} \quad \dots (1-2)$$

حيث أنّ:

n: مدة حياة الأصل ويمثّل المجال التنبؤي بالسنوات. k: معدل الخصم والذي يعكس المخاطر المصاحبة للتدفق النقدي وهيكل التمويل المستعمل لامتلاك الأصل.

وبالتالي فإنه إذا اعتبرنا أن المؤسسة هي عبارة عن مجموعة أصول، فإنه يمكن استعمال المعادلة رقم (1-2) لتقييم المؤسسة باستعمال التدفّق النقدي للمؤسسة خلال فترة حياتها باستعمال معدّل خصم يعكس المخاطر الكلية التي تتعرّض لها أصول المؤسسة. وتوجد أنواع عديدة من التدفقات التقديرية إلا أنّ أكثرها استخداماً هو التدفق النقدي المتاح، وعليه فإنّ القيمة السوقية للمؤسسة أو قيمة الأصل الاقتصادي يساوي مجموع تدفقات الخزينة المتاحة بعد الضريبة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من طرف جميع مقدمي الأموال ( التكلفة المتوسطة المرجّحة لرأس المال ).

<sup>1</sup> علال بن ثابت، "أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر"، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، ع12، جامعة الأغواط، 2014، ص31.

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, Op.cit, p.1024.

3- مدخل المضاعفات: لا يهتم هذا المدخل بقيمة أصول وخصوم المؤسسة المستعملة في الاستغلال ولكن بالمردودية والنتائج المترتبة عن استغلالها، حيث أنّ أساس هذا المدخل هو رسملة مختلف مؤشرات نشاط ومردودية المؤسسة، أخذاً بعين الاعتبار النمو المتوقع ومستوى الخطر ومعدلات الفائدة. حيث أنّ المضاعفات المحسوبة يمكن استخراجها من عينة من المؤسسات المسعرة المشابهة أو عينة من المؤسسات التي بيعت حديثاً، والتي يتم بموجبها تقدير قيمة أصول المؤسسة وقيمة أموالها الخاصة. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين مجموعتين رئيسيتين من المضاعفات<sup>1</sup>:

✓ المضاعفات التي تسمح بتقييم أصول المؤسسة وهي مضاعفات عناصر جدول حساب النتيجة قبل احتساب المصاريف المالية، مثل مضاعف نتيجة الاستغلال ومضاعف الهامش الاجمالي للاستغلال.

✓ المضاعفات التي تسمح بتقييم الأموال الخاصة، وهي مضاعفات عناصر جدول حساب النتيجة بعد احتساب المصاريف المالية وأهمها مضاعف النتيجة الصافية وأيضاً مضاعف القدرة على التمويل الذاتي ومضاعف الأموال الخاصة.

4- مدخل التقييم من خلال مقارنة فائض القيمة (goodwill) : يعرف الـ goodwill على أنه فائض القيمة الاجمالية المعطاة للمؤسسة في تاريخ معين على القيمة الحقيقية لأصولها في ذلك التاريخ حيث يشمل هذا الفائض الأصول غير المادية أو المعنوية والتي تعرف حسب الحالة بشهرة المحل أو فائض القيمة<sup>2</sup>. إذ تسمح المزايا المعنوية المتاحة للمؤسسة مثل العلامة التجارية وكفاءة العمال والخبرة والتفوق التكنولوجي بتحقيق عوائد أعلى من العوائد العادية التي تحققها الأصول المادية للمؤسسة، وعليه يمكن اعتبار مقارنة فائض القيمة على أنها أداة تصحيحية لقيمة الذمة المالية<sup>3</sup>. وتصبح القيمة الاجمالية للمؤسسة معبراً عنها وفقاً للصيغة التالية:

$$\text{القيمة الاجمالية} = \text{القيمة الدفترية المعدلة} + \text{فائض القيمة (goodwill)}$$

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, Op.cit, p.712.

<sup>2</sup> زينات وداحي ونعيمة غلاب، "تحليل مقاربات تقييم المؤسسة"، مداخلة في الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصومة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر، 2006 ص166.

<sup>3</sup> بن حمو عصمت محمد، "طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصومة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص 34.

### ثالثا: خلق القيمة للمساهم في المؤسسة

أصبح خلق القيمة موضوعا مركزيا لإدارة الأعمال في المؤسسات، حيث أصبح يُستعمل بشكل واسع من طرف المساهمين والمحلّين الماليين، فهو يعتبر من المفاهيم الأساسية التي تُوجّه المستثمرين الحاليين والمحتملين نحو الاستثمارات الناجعة في السوق المالي.

وظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوما استراتيجيا تم استخدامه لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشر بشكل واسع في الاقتصاديات الأوروبية مثل ألمانيا وفرنسا والسويد وامتدّت شهرته لتشمل اقتصاديات دول شرق آسيا وخصوصا اليابان. ويعني العمل بهذا المعيار وضع أصحاب الأموال أو المساهمين (shareholders) في مركز عمليات اتخاذ القرار، أي أن جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك تحت قيد تلبية حاجات ومتطلبات باقي الأطراف الأخرى ذات المصلحة في المؤسسة (stakeholders): الزبائن، الممّونين، المسيرين والعمّال أي محيط المؤسسة بمفهومه الواسع، وبالتالي يمكن تشبيهه نظاما التسيير بالقيمة في المؤسسة بنموذج رياضي في بحوث العمليات يضم دالة لتعظيم القيمة ومجموعة من القيود.<sup>1</sup> ومن هنا يتّضح أن المؤسسة التي تحقّق ربحا بالمفهوم المحاسبي ليست بالضرورة قد تمكّنت من إنشاء وخلق القيمة، مع العلم أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة الاقتراض في حساب النتيجة، على الرغم من أن المؤسسة المحقّقة للقيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة بالاقتراض.<sup>2</sup>

وتُعرف القيمة المضافة للمساهم بأنها القيمة التي تحقّقها المؤسسة لمساهميها خلال فترة زمنية معيّنة، وتمثّل هذه القيمة العوائد الفعلية المحقّقة لحملة الأسهم بعد استبعاد تكلفة رأس المال التي تمثّل عائد طبيعي يقدّم لهم كتعويض عن المخاطر التي يتحمّلونها. وعليه ترتكز الفكرة الرئيسية للقيمة المضافة للمساهم على وجوب أن تحقّق إدارة الشركة لمساهميها عوائد وأرباح تتجاوز تكلفة

<sup>1</sup> Félix Bogliolo, « La création de valeur », Éditions d'Organisation, Paris, France, 2000, p. 19.

<sup>2</sup> شعبان محمد عقيل شعبان لولو، " قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015، ص43.

الفرصة البديلة لاستثماراتهم. ويتم هذا من خلال التركيز على اتخاذ القرارات الاستراتيجية والتشغيلية التي تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة للمساهمين بشكل مطرد وزيادة الأرباح وأسعار الأسهم.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مؤشرات قياس خلق القيمة للمساهم في المؤسسة

منذ ظهور مفهوم خلق القيمة في المالية، ظهرت العديد من المؤشرات التي حاولت قياس خلق القيمة للمساهم. حيث يمكن تقسيم هذه المؤشرات إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

➤ مؤشرات القياس التقليدية.

➤ مؤشرات القياس الحديثة.

#### أولاً: مؤشرات القياس التقليدية

تتنوع وتتعدد المؤشرات التقليدية المستعملة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة وقدرتها على خلق القيمة، حيث نجد المؤشرات المحاسبية تستعمل المعلومات المتضمنة في الدفاتر المحاسبية لتقييم الأداء في حين أنّ المؤشرات السوقية تستعمل المعلومات الواردة من الأسواق المالية. وأهم مؤشرات القياس التقليدية نجد:

➤ القيمة الحالية الصافية.

➤ معدّلات المردودية الاقتصادية والمالية.

➤ مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

➤ ربحية السهم.

1- القيمة الحالية الصافية: ينصبّ الاهتمام في الفكر المالي للشركات دائماً، في البحث عن القيمة الحالية الصافية لاستثمار أو مشروع أو مؤسسة أو مصدر تمويلي. حيث أنّه في مجال تخصيص الموارد، لا يتمّ الاستثمار إلا إذا كانت القيمة الحالية الصافية موجبة، إذ أنّ القيمة الحالية الصافية تعكس خلق أو هدم القيمة الناتج عن تخصيص الموارد، والتي تعادل الفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي والمبلغ المحاسبي للأصل الاقتصادي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> John Tennent, « Guide to financial management », The Economist, London, Great Britain , 2008 , p. 5.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen, Op.cit, p.684.

خلق / هدم القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي - المبلغ المحاسبي للأصل الاقتصادي

وبالتالي، فإنّ مؤشر القيمة الحالية الصافية يقيس مدى الزيادة التي يضيفها مشروع استثمار إلى قيمة الشركة. ويتم التوصل لصافي القيمة الحالية بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع وطرح تكلفة الاستثمار الرأسمالي منها. وقاعدة القرار هي أنّ مشروع الاستثمار يكون رابحا ويتم قبوله إذا كان صافي القيمة الحالية موجبا، ويكون خاسرا ويتم رفضه إذا كان صافي القيمة الحالية سالبا، ويكون حياديا إذا كان صافي القيمة مساويا للصفر. ولحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية، يجرى خصم التدفقات النقدية والقيمة المتبقية ( الخردة ) بتكلفة رأس المال وتُطرح منها تكلفة الاستثمار الرأسمالي.<sup>1</sup>

2- **معدّلات المردودية الاقتصادية والمالية:** تعتبر معدّلات المردودية الاقتصادية والمالية من نسب الربحية التي تقيس كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح. حيث أنّها تربط الأرباح المحقّقة بالأموال المستثمرة في المؤسسة بقصد تمويل موجوداتها وسواء كان مصدر هذه الأموال من المساهمين أو من المقرضين أو من الاثنين معا.

أ- **معدّل المردودية الاقتصادية:** يهتم هذا المعدّل بالعلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحقّقها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، حيث يعبر عن النتيجة الاقتصادية بنتيجة الاستغلال، أي النتيجة قبل الفائدة والضريبة، أمّا الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة برأس المال المستثمر أو أصول المؤسسة.

المردودية الاقتصادية = النتيجة قبل الفائدة والضريبة / رأس المال المستثمر

ويمكن إظهار هذه النسبة في صورة أخرى تسمّى معدّل العائد على الاستثمار وتحسب بالعلاقة التالية:

معدّل العائد على الاستثمار = النتيجة الصافية / إجمالي الأصول

ب- **معدّل المردودية المالية:** وتسمّى أيضا بالعائد على الأموال الخاصة أو مردودية الأموال

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص362.

الخاصة، وتقيس العائد المالي المتوقع من استثمار أموال أصحاب المؤسسة، حيث تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدحل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

3- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: يقارن مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية السعر السوقي (MV) للأسهم مع القيمة المحاسبية لها (BV)، فإذا كانت النسبة تفوق الواحد (1) فإن السوق واثق من قدرة المؤسسة على خلق القيمة لمساهميها والعكس صحيح إذا كانت النسبة اقل من 1 يكون ذلك مؤشراً على هدم القيمة.

$$M/B = \frac{MV}{BV}$$

إن النسبة M/B يمكن تفكيكها على النحو التالي:

$$M/B = \frac{MV}{BV} = \frac{MV}{EPS} \times \frac{EPS}{BV} = PER \times ROE$$

حيث أن:

EPS : ربحية السهم (Earning Per Share)

ROE : المردودية المالية (Return On Equity)

PER : مضاعف الرسملة (Price- to- Earning Ratio)

حسب صياغة *Shapiro -Gordon* يمكن كتابة PER على النحو التالي:

$$PER = \frac{D}{(K_e - g)EPS} = \frac{\pi \times EPS}{(K_e - g)EPS} = \frac{\pi}{K_e - g}$$

تتعلق PER بمعدل توزيع القسائم  $\pi$  وبمعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين ( $K_e$ ) ومعدل نمو الأرباح.

ويمكن التعبير عن المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية على النحو التالي:

$$ROE = (1 - T) \left[ ROCE + \frac{D}{A} (ROCE - K_d) \right]$$



$$ROE = ROCE(1 - T) + \frac{D}{A}(ROCE - K_d)(1 - T)$$

$$M/B = \left[ \frac{\pi}{K - g} \right] \times \left[ ROCE(1 - T) + \frac{D}{A}(ROCE - K_d)(1 - T) \right]$$

وبالتالي فإن نسبة M/B دالة متزايدة لنسبة توزيع الأرباح ومستوى الاقتراض، إذا كانت المرودية الاقتصادية كافية لتغطية الأعباء المالية الناتجة عن الاقتراض ( $ROCE > K_d$ ).

4- **ربحية السهم:** يُعدّ مقياس ربحية السهم من المؤشرات شائعة الاستخدام في المؤسسات الاقتصادية وهو المعيار المفضّل لدى كثير من المهتمين بمالية المؤسسات رغم بعض النقائص، وهو المعيار الأكثر استعمالاً بسبب الربط المباشر الذي يقيمه بين قيمة السهم ومضاعف النتيجة الصافية PER. ويتم حساب مقياس ربحية السهم على النحو التالي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح - حقوق حملة الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة}}$$

#### ثانياً: مؤشرات القياس الحديثة

منذ ظهور المقاييس الحديثة للقيمة وانتشارها بشكل واسع، سارع الكثير من القائمين على الشركات لتطبيقها والتخلي عن مقاييس الأداء التقليدية، لاعتقادهم أن هذه المقاييس الحديثة هي أكثر انسجاماً مع أهداف المؤسسة ويمكن لها أن تساهم في تحسين الأداء. من بين أهم هذه المقاييس نجد:

➤ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

➤ عائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI) Cash-Flow Return On Investment

➤ القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added

➤ العائد الاجمالي للمساهمين (TSR) Total Shareholder Return

1- **القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):** يُعدّ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من أكثر المقاييس انتشاراً، وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة في الفكر الاقتصادي منذ عصر الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، إلا أن الاهتمام الحالي بهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern Stewart وهي شركة استشارية أمريكية في نيويورك والتي أسّسها كل من

قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA في أواخر الثمانينات من القرن الماضي.<sup>1</sup>

إنّ القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس القيمة المضافة التي تم خلقها من طرف استثمار أو حافظة استثمارات وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$EVA = (\text{معدل العائد على رأس المال المستثمر} - \text{معدل تكلفة رأس المال}) \times \text{رأس المال المستثمر}$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

حيث أنه إذا كان العائد على الأموال المستثمرة أكبر من تكلفتها  $ROIC > WACC$  هذا يعني أن  $EVA > 0$  وبالتالي نقول أن المؤسسة تحلق القيمة والعكس صحيح إذا كانت  $EVA < 0$  فإن المؤسسة تهدم القيمة.

2- **عائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI)** : يعتبر هذا المؤشر منافسا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في طبعته الأولى وكان من بين مطوريه *Salamon* سنة 1982 وعُرف باسم Cash Recovery Rate وهو عبارة عن نسبة التدفق النقدي المتولد من الاستثمارات خلال السنة إلى القيمة المحاسبية الاجمالية للاستثمارات.<sup>3</sup>

$$CFROI = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Market Value of Capital Employed}}$$

يتمثل التدفق النقدي في الهامش الاجمالي للاستغلال أمّا الاستثمارات فهي عبارة عن الأصول الاقتصادية بقيمتها الاجمالية وتساوي مجموع الاصول الثابتة الاجمالية والاحتياجات من راس المال العامل.

لقد تمّ تطوير هذا المقياس من خلال الأعمال التي قام بها *Madden* سنة 1999 ومكتب Value Associates Holt وأصبح يسمّى هذا المقياس معدّل المردودية الداخلي الحقيقي (TRI)

<sup>1</sup> مقبل علي أحمد علي، "دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها" دراسة تطبيقية" ، مجلة دراسات محاسبية ومالية، م5، ع5، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص4.

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, Op.cit , p.1109.

<sup>3</sup> Mondher Cherif et Stéphane Dubreuille, « Creation de valeur et capital-investissement », Pearson Education, Paris, France, 2009.p.73.

ويساوي الأصل الاقتصادي للمؤسسة ( الأموال المستثمرة ) وسلسلة التدفقات النقدية ( سلسلة قيم الهامش الاجمالي للاستغلال بعد الضريبة ) وتحسب لمدة حياة الأصل الثابت الموجود:

$$CI = \sum_{i=1}^t \frac{cf_t}{(1 + CEROI)^t} + \frac{VR_T}{(1 + CEROI)^t}$$

وبالتالي فإنه يتم مقارنة عائد التدفق النقدي على الاستثمار مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، فإذا تجاوزت قيمة المؤشر التكلفة المتوسطة لرأس المال فإن المؤسسة تخلق القيمة وإذا حدث العكس فإن المؤسسة تهدم القيمة.<sup>1</sup>

**3- القيمة السوقية المضاف (MVA):** تُعدّ القيمة السوقية المضافة المؤشر الثاني إلى جانب القيمة الاقتصادية المضافة الذي تم تسويقه من طرف شركة Stern Stewart كمؤشر لتقييم الأداء وخلق القيمة في المؤسسة، وهي القيمة الناشئة عن تجاوز القيمة السوقية لرأس المال عن القيمة الدفترية، حيث أن ارتفاع MVA يُشير إلى توقع امكانية زيادة القيمة السوقية للشركة وأن انخفاض MVA دليل على توقع انخفاض قيمتها السوقية وتدني أرباحها، لذا فهي تعكس حسن إدارة الشركة لرؤوس أموالها على المدى الطويل.<sup>2</sup> بالنسبة للمؤسسات المدرجة في بورصة القيم فإنه يمكن حساب القيمة السوقية المضافة على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{الرسملة البورصية} + \text{قيمة الاستدانة الصافية} - \text{القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي}$$

$$= \text{القيمة السوقية لرأس المال} - \text{رأس المال المستثمر}$$

في غالب الأحيان وعند غياب معلومات عن القيمة السوقية للديون نلجأ إلى استعمال الديون بقيمتها المحاسبية، ويصبح بالإمكان استبعادها من طرفي المعادلة، لتصبح الصيغة السابقة على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{الرسملة البورصية} - \text{القيمة المحاسبية للأموال الخاصة}$$

<sup>1</sup> Pierre vernimmen, Op.cit , p.686.

<sup>2</sup> شهاب الدين حمد النعيمي، "استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، م18، ع68، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2012، ص73.

إن القيمة السّوقية المُضافة تعطي معلومات عن تقييم السّوق المالي للموارد المالية المقدمة من طرف المساهمين والدائنين مقارنة بقيمتها المسجلة محاسبيا.

4- مؤشّر العائد الاجمالي للمساهم (TSR): قُدّم هذا المؤشّر من قبل مجموعة بوسطن الاستشارية\* BCG حيث تمثّل العوائد الكلية لحملة الأسهم، صافي التغيّر في سعر السهم مضاف إليه قيمة مقسوم الأرباح المدفوعة خلال نفس المدّة، حيث يقَدّم مؤشّر العوائد الكلية لحملة الأسهم نظرة واضحة لتقييم أداء الشركات على الرغم من أنّه يمكن أن تحقق أسعار الأسهم أرقاما سلبية خلال فترة التقييم لكن ذلك لا يمنع من توليد عوائد كلية إيجابية لحملة الأسهم يكون مقسوم الأرباح فيها يفوق أسعار الأسهم، ونستنتج أن أسعار الأسهم هي المحرك الأساسي في احتساب العوائد الكلية لحملة الأسهم.<sup>1</sup>

يتم حساب مؤشّر العائد الإجمالي للمساهم من خلال قسمة تدفقات العائد المكتسبة من طرف أصحاب للأسهم، والتي تساوي: مجموع الأرباح الرأسمالية  $(P_t - P_{t-1})$  والقسائم الموزعة خلال الفترة  $t$   $(D_t)$  على سعر السهم في تاريخ الشراء.

$$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

$$= \frac{D_t}{P_{t-1}} + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{D_t}{P_{t-1}} + g$$

حيث أن،  $D_t$ : هي الأرباح الموزعة خلال الفترة  $t$  و  $g$ : معدّل نمو الأرباح الموزعة.

من أجل تحديد فيما إذا كانت المؤسسة تخلق القيمة أم لا، سيتم مقارنة المردودية الاجمالية مع المردودية المنتظرة من طرف المساهمين ، هذه المردودية المنتظرة عبارة عن المكافآت التي يرغب المساهمين الحصول عليها في ضوء المخاطر التي يتحملونها. وعادة هذه المردودية المنتظرة أو تكلفة الأسهم العادية  $K_e$  تقاس بنموذج تقييم الأصول الرأسمالية MEDAF. وتخلق المؤسسة القيمة لمساهميها إذا تحقق شرط  $TSR > K_e$

\* Boston Consulting Group

<sup>1</sup> عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة: دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، م23، ع99، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2017، ص473.

## المبحث الثاني: نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال الكامل

على مدى عقود من الزمن شكّل، ولا يزال يُشكّل، موضوع اختيار الهيكل التمويلي مادة دسمة للكتابة والتحليل، وحقلا علميا واسعا للدراسة والتنظير. حيث ظهرت عدّة مداخل نظرية حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة، والتي يمكن تصنيفها إلى مجموعتين رئيسيتين بحسب الافتراضات التي قامت عليها، حيث تضم المجموعة الاولى نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض السوق الكامل، أما المجموعة الثانية فتضمّ نظريات الهيكل التمويلي في ظل افتراض السوق غير الكامل.

وتنصّف الأسواق الكاملة بوجود عدد كبير من المتعاملين في الأوراق المالية، كما أنّه لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف إصدار وتعاملات على الأوراق المالية. يُضاف إلى ذلك أنّ مخاطر نشاط المؤسسة ثابتة ولا تتأثر باستثمارات المؤسسة الجديدة وأنّ المؤسسة تعمل على توزيع كافة الأرباح، أي لا توجد أرباح محتجزة، وسلوك المستثمرين في السوق يتّصف بالرّشد عند اتخاذ القرار وتوقعاتهم متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات لكون المعلومات عن السوق متاحة لجميع المتعاملين في الوقت نفسه وبدون تكلفة. والقيمة الإجمالية للعناصر التي يتضمّنها الهيكل التمويلي ثابتة مع إمكانية تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل بإحلال عنصر مكان عنصر آخر.

في ظل الافتراضات السابقة ظهرت أربعة مداخل أساسية درست العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة، وهي:

- مدخل صافي الربح.
- مدخل صافي ربح العمليات.
- المدخل التقليدي.
- المدخل الاقتصادي لـ *Modigliani & Miller*

المطلب الأول: مدخلي صافي الربح وصافي ربح العمليات

في سنة 1952 اقترح *David Durand* مدخلين أساسيين على طرفي نقيض لتقييم المؤسسات بدلالة نسب الاقتراض في هياكلها التمويلية و هما على التوالي:

- مدخل صافي الربح (NI) Net Income
- مدخل صافي ربح العمليات (NOI) Net Operating Income

أولاً: مدخل صافي الربح

حسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة (القيمة الإجمالية للاستثمار) ستتغير بتغير نسبة مساهمة القروض في الهيكل التمويلي. حيث يفترض *Durand* ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة (الأسهم العادية) و هذا عند كل مستوى من مستويات اقتراض المؤسسة.<sup>1</sup> وبما أن تكلفة الاقتراض هي أقل من تكلفة الأسهم العادية فإن زيادة نسبة القروض في الهيكل التمويلي سيعمل على تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) و يرفع من قيمة المؤسسة بالتبعية على اعتبار أن:  $V = \frac{EBIT}{WACC}$  و EBIT (النتيجة قبل الفائدة والضريبة) ثابت.

وفقاً لهذا المدخل فإن من مصلحة المؤسسة تضمين هيكلها التمويلي أكبر نسبة ممكنة من القروض ولو تم تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق الأموال المقترضة، علماً أن هذا المدخل يقوم على افتراض أساسي وهو أن استخدام القروض لن يغير من مفهوم وإدراك المستثمرين للمخاطر المالية.

بافتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على مصدرين تمويليين فقط هما : السندات والأسهم العادية. فإن القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية للسندات + القيمة السوقية للأسهم العادية.

$$V = D + E$$

D: القيمة السوقية للسندات (القروض).

E: القيمة السوقية للأسهم العادية (الأموال الخاصة).

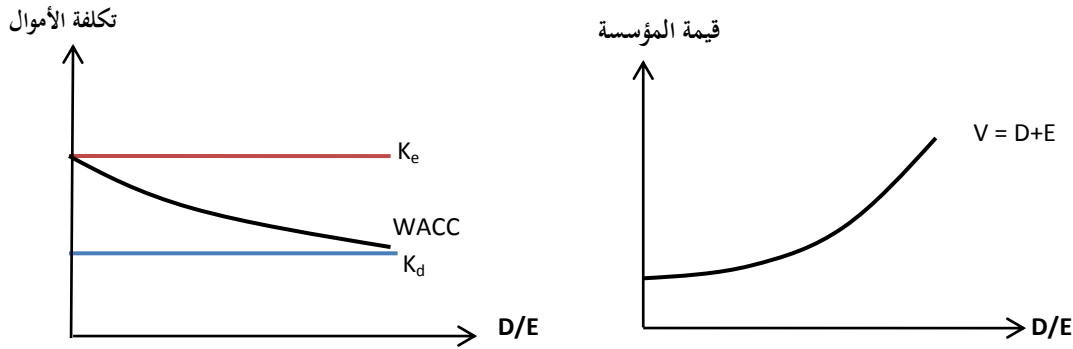
D/E: الرفع المالي (تشكيلة الهيكل التمويلي).

V: القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> David Durand, «Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement», Conference on Research in Business Finance, Vol 4, 1952, p.227. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf> (Accessed: 20 /08/ 2016).

يمكن عرض هذا المدخل بيانياً بالشكل (1-2) الموالي:

الشكل (1-2): العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقاً لمدخل صافي الربح



Source : James Van Horne, « Gestion et politique financière: la gestion a long terme », Op.cit , p.152.

إنَّ أهم ما يعاب على مدخل صافي الربح، افتراضه المتعلق بثبات كل من تكلفة السندات  $K_d$  وتكلفة الأسهم العادية  $K_e$  عندما يرتفع مستوى اقتراض المؤسسة، كما أنَّه لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المالية للمؤسسة من وجهة نظر المستثمرين في أسهمها و سنداتها و التي تتجم عن ارتفاع نسبة القروض في الهيكل التمويلي.

#### ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات

يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغيير حجم اقتراض المؤسسة، أمَّا تكلفة الأموال الخاصة والمتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع بشكل خطّي تبعاً لارتفاع نسبة القروض بسبب زيادة المخاطر المالية للمؤسسة. وعلى خلاف مدخل صافي الربح فإن مدخل صافي ربح العمليات لا ينصّ بوجود هيكل تمويلي أمثل والسبب في ذلك هو ثبات التكلفة المتوسطة للأموال WACC.

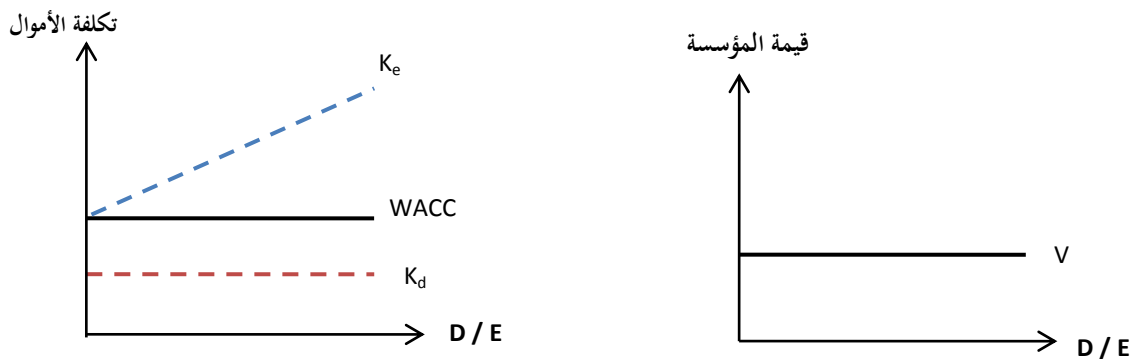
حيث أن زيادة  $K_o$  بسبب زيادة تكلفة الأموال الخاصة، التي تتجم عن زيادة درجة المخاطر بالنسبة لحاملي الأسهم نتيجة زيادة نسبة القروض، سوف يعوّضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ذات التكلفة المنخفضة نسبياً.<sup>1</sup> وحسب *Durand* فإنَّ التكلفة الفعلية للقروض سوف تعادل التكلفة الفعلية للأموال الخاصة (الأسهم العادية).

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص181.

وبالتالي فإن تقدير السوق لقيمة المؤسسة تأتي ككل متكامل، حيث يُستخدم المؤشر WACC لرسملة صافي ربح العمليات وتتوقف قيمة هذا المؤشر على عنصر خطر الأعمال، فإذا ما افترضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت قيمة WACC ثابتة القيمة بالتبعية وتصبح بالتالي قضية التفرقة بين الأموال الخاصة والقروض غير ذات أهمية.<sup>1</sup> يمكن توضيح نتائج هذا المدخل، ببيانها، من خلال الشكل (2-2) الموالي:

الشكل (2-2): العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل

### صافي ربح العمليات



Source : James C. Van Horne , « **Financial management and policy** », Prentice Hall, 12<sup>th</sup> Edition, New Jersey, USA, 2002, p.256.

إنّ أهم ما يُعاب على هذا المدخل إهماله الجانب المتعلّق بالمخاطر التي يمكن أن يتعرّض لها المقرضون نتيجة لارتفاع نسبة اقتراض المؤسسة، وهو الأمر الذي قد يدفعهم للمطالبة بمعدّلات فائدة أعلى ستتسبب في ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة ويؤثر بالتالي على نتائج التحليل السابقة.

### المطلب الثاني: المدخل التقليدي

يُطلق مصطلح المدخل التقليدي في موضوع الهيكل التمويلي على تلك الدراسات التي تسلّم بوجود هيكل تمويلي أمثل، حيث أن كل دراسة في هذا المجال تُصنّف من قبل الباحثين في الإدارة المالية ضمن المدخل التقليدي، وكونها صنّفت بالتقليدية لا يعني أنها اكتسبت صفة القدم، بل إن الوصف يستند إلى أن هذه الدراسات افترضت ودون برهنة على صحة الفرضية التي تُقيد بوجود

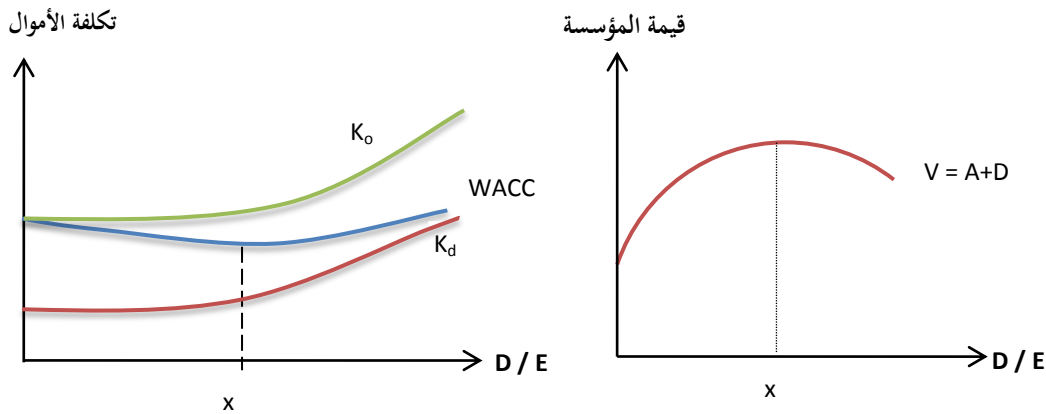
<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 220.



هيكل تمويلي أمثل، وأن بإمكان المؤسسة أن ترفع من قيمتها عن طريق الاستعمال الصائب للقروض.<sup>1</sup>

حيث يفترض المدخل التقليدي أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون سواء كانوا دائنين أو ملاكاً (حاليين أو محتملين) سوف يرتفع بارتفاع نسبة القروض في الهيكل التمويلي للمؤسسة وسبب ذلك يرجع إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. ولقد أكد رواد هذا المدخل أن تكلفة رأس المال ليست مستقلة عن الهيكل التمويلي في المؤسسة، وأن هناك هيكلاً أمثلاً تتعادل فيه التكلفة الفعلية الهامشية للقروض مع التكلفة الفعلية الهامشية للأموال الخاصة. عند الهيكل التمويلي الأمثل تصل قيمة المؤسسة إلى أعلى قيمة لها وتصل التكلفة المتوسطة المرجحة إلى حدّها الأدنى وهذا ما يوضحه الشكل (2-3) الموالي:

الشكل (2-3): العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقاً للمدخل التقليدي



Source : Richard Pike and Bill Neale, « Corporate Finance and Investment decisions and strategies », 6<sup>th</sup> edition, Prentice Hall, New jersey, USA, 2009, p.498.

إن التكلفة المتوسطة المرجحة WACC تتخفف لأوّل وهلة مع ارتفاع حجم القروض، ويرجع سبب ذلك إلى كون أن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية  $K_e$  لا يعوّض كلية مزايا استعمال الأموال المقترضة، وهذا إلى غاية النقطة (X) حيث تصل قيمة المؤسسة السوقية إلى أقصاها، ويُطلق على نسبة الاقتراض الذي يتحوّل عندها اتجاه معدل تكلفة الأموال نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية Optimal leverage.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية الحديثة"، ط1، دار وائل للشعر، عمان، الأردن، 2013، ص311.

أما بعد هذه النقطة فيحدث العكس، حيث ترتفع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات كبيرة ، بسبب أنّ المستثمرين باتوا يشعرون بدرجة عالية من الخطر المالي، تفوق الفوائد المحققة من استعمال القروض في التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة بالتبعية.

### المطلب الثالث: المدخل الاقتصادي لـ *Modigliani & Miller*

لقد قدّم كل من *Modigliani & Miller* تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة رأس المال (التكلفة المتوسطة المرجحة) لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض وأنّ الهيكل التمويلي لا يمارس أية تأثير على قيمة المؤسسة. حيث أنّ هذه الأخيرة تحدّد بشكل أساسي بربحيته ومخاطرها وحجم الشطيرة لا يتغير إذا ما تم تقسيمها بين أموال مقترضة وأموال خاصة أو أي مصدر تمويلي آخر.

ولقد أحدثت هذه الأطروحة تحولا كبيرا في تفسير الوظيفة المالية للمؤسسات عن طريق صياغة نموذجين متكاملين أولهما في غياب الضريبة على دخل المؤسسات سنة 1958 وثانيهما بإدخال التأثير الضريبي على المؤسسات سنة 1963.

### أولا: فرضيات المدخل

إن الفرضيات العامّة المؤطرة للمدخل الاقتصادي لـ *M&M* هي نفسها الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية بالإضافة إلى فرضيات أخرى أهمّها :

- سوق رؤوس الأموال يتميز بالكمال والمعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانية للجميع ولا توجد هناك تكاليف للمعاملات وأن المستثمر رشيد (عقلاني) ويتصرف وفقا لذلك.
- إن الأرباح المتوقّعة من المؤسسة تمثل متغيّرات احتمالية ذاتية وأن توقّعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات.
- يمكن تصنيف المؤسسات في فئات متجانسة على أساس المخاطر الاقتصادية التي تتعرّض لها وفي داخل كل صنف يمكن أن نجد مؤسسات بأحجام مختلفة، حيث أنّ كل مؤسسة في كل فئة تتعرّض لنفس المخاطر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> يعتبر *Johon Burn Williams* أول من تبنّى هذه الفكرة سنة 1938 في كتابه " The theory of Investment Value " *M&M* هي اختصارا لتسمية المؤلفين MODIGILIANI and MILLER وسيتم استعمال هذا الاختصار طيلة أطوار هذا البحث.

<sup>1</sup> Franco Modigliani and Merton H.Miller, « The cost of capital, corporation finance and the theory of investmient », *The Amerikan Economic Review.*, Vol 48 , N°. 3 , 1958, pp.271-297.

- كل التوظيفات التي يباشرها المستثمرون لها قابلية التجزئة و قابلية التحويل إلى سيولة.
- عدم وجود الضرائب على مداخيل المؤسسات والأفراد.
- لا يوجد تكاليف إفلاس وتكاليف الاقتراض للفرد تساوي تكاليف الاقتراض للشركة.
- عدم وجود نمو، وبالتالي فإن القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات لا تتغير من سنة لأخرى.

### ثانيا: النظرية الأولى

طرح الباحثان النظرية الأولى التي تنص بأن القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأسمالها مستقلة عن هيكلها التمويلي وقيمة المؤسسة الكلية تتولد فقط عن قدرة أصولها على توليد الأرباح بغض النظر عن كيفية تمويل المؤسسة. وبعبارة أكثر دقة فإن القيمة السوقية لأيّة مؤسسة مقترضة أو غير مقترضة لا علاقة لها بهيكلها التمويلي، بل تتحدّد برسمة العائد المتوقع على أساس معدّل رسملة يتمثّل في معدّل العائد على الاستثمار في السهم العادي لمؤسسات من نفس فئة المخاطر.<sup>1</sup>

يمكن صياغة النظرية الأولى رياضيا وفق المعادلة (1-2) والتي تعكس قيمة أي مؤسسة تنتمي لنفس فئة المخاطر:

$$V = D + E = \frac{EBIT}{WACC} \quad \dots(1-2)$$

حيث أن:

E: تمثل صافي النتيجة قبل الفائدة والضريبة.

$K_e$ : تمثل معدّل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لفئة مخاطر معيّنة وممولة بالكامل من أموال خاصة.

V: قيمة المؤسسة المقترضة.

فحسب نظرية *M&M* فإنه في حالة اختلاف القيم السوقية لمؤسسات لها نفس العائد وتنتمي لنفس فئة المخاطر، يكون من مصلحة المستثمرين القيام بعملية المراجعة أو الموازنة\* التي تسمح لهم بالاستفادة من حالة عدم التوازن هذه، إلى أن يتم تعادل قيم المؤسسات من جديد. وبموجب هذه العملية فإنه لاجمال لوجود قيم تبادلية و في نفس الوقت ذات أسعار متباينة، مع افتراض أساسي في

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص191.

\* التحكميم (المراجعة) عملية بيع تتبع بعملية شراء حقوق أخرى أو شراء و بيع نفس القيم في أسواق متعددة للحصول على ربح ينتج عن الفرق بين القيم السوقية للحقوق.

التحليل يتمثل في إمكانية إحلال الرافعة المالية الشخصية مكان الرافعة المالية للمؤسسة مع بقاء الخطر نفسه في كلا الحالتين.

ومعنى ذلك، أنه إذا كان هناك مؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطر ومتماثلتين تماما فيما عدا الهيكل التمويلي وكانت القيمة السوقية لإحدهما أكبر من القيمة السوقية للآخرى فإن عملية المراجعة التي يقوم بها المستثمرون كفيلة بتحقيق التوازن بين القيم السوقية للمؤسستين مهما اختلف هيكلهما التمويلي.<sup>1</sup>

### ثالثا: النظرية الثانية

أُشتقت النظرية الثانية من النظرية الأولى وهذا من خلال دراسة سلوك معدّل العائد الذي يطلبه كل من حاملي السندات و حاملي الأسهم وهذا بدلالة الرفع المالي للمؤسسة. حيث يتمثل معدّل العائد الذي يطلبه المستثمرون من مؤسسة مقترضة في معدّل الرسملة الملائم للتدفق النقدي المتاح للملاك في مؤسسة أخرى مماثلة تنتمي لنفس فئة المخاطر وتعتمد على الأموال الخاصة فقط في تمويلها، يضاف إليه مكافأة في شكل تعويض عن المخاطر المالية الناجمة عن وجود قروض.<sup>2</sup> ويمكن صياغة ذلك رياضيا وفق الخطوات التالية:

لدينا:

$$K'_e = \frac{EBIT - K_d \cdot D}{E} \quad \dots(2-2)$$

حيث أن:

$K'_e$ : يمثل معدّل العائد الذي يطلبه المستثمرون في مؤسسة مقترضة (وهو يمثل في نفس الوقت تكلفة الأموال الخاصة).

$$V = D + E = \frac{EBIT}{K_e} \quad \text{من المعادلة (1-2) لدينا:}$$

$$\Rightarrow EBIT = V \cdot K_e \quad \dots(3-2)$$

بالتعويض بقيمة EBIT في المعادلة (2-2) نجد:

$$K'_e = \frac{V \cdot K_e - K_d \cdot D}{E}$$

<sup>1</sup> جمال بدير على الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 27 .

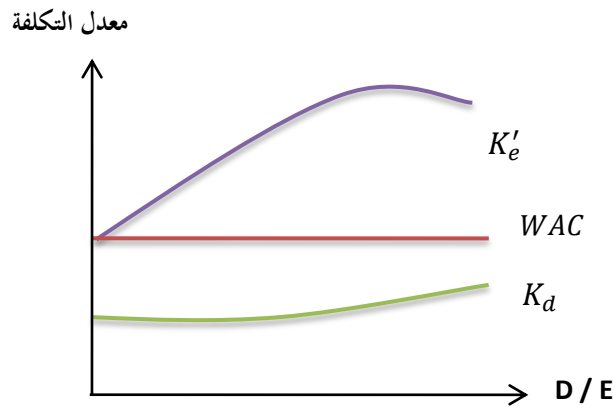
<sup>2</sup> Franco Modigliani and Merton H. Miller, Op.cit, p. 271.

$$\Rightarrow K'_e = \frac{(E + D)K_e}{E} - K_d \frac{D}{E}$$

$$\Rightarrow K'_e = K_e + (K_e - K_d) \frac{D}{E} \quad \dots(4-2)$$

إنّ هذه المعادلة الأخيرة تفسّر النظرية الثانية لـ M&M وتعطي  $K'_e$  بدلالة تكلفة الاقتراض  $K_d$  والرفع المالي  $\frac{D}{E}$ . ويمكن تمثيل العلاقة بين  $K'_e$  و  $\frac{D}{E}$  بيانياً على النحو الموضح في الشكل (4-2) التالي:

الشكل (4-2): تكلفة الأموال بدلالة الرفع المالي



Source : Stephen Lumby, « Investment appraisal and financing decisions », Chaman & Hall, 4<sup>th</sup> edition, London, United Kingdom, 1991, p.368.

مثلاً يوضّح الشكل (4-2)، فإنّ تكلفة الأموال الخاصة  $K'_e$  هي دالة متزايدة بشكل خطّي مع الرفع المالي وهذا عندما تكون تكلفة القروض ثابتة، حيث ستمتص هذه الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة الوفورات الناجمة عن انخفاض تكلفة التمويل. أمّا عندما ترتفع تكلفة القروض بارتفاع حجم الاقتراض عند مستوى معيّن، فإنّ  $K'_e$  تتزايد ولكن بمعدّلات متناقصة. وحسب M&M دائماً، فإنّ معدّل العائد المطلوب  $K'_e$  يمكن أن ينخفض إذا ما ارتفعت نسبة القروض في الهيكل التمويلي بشكل كبير.

من بين الانتقادات الموجهة للنظرية الثانية هو هشاشة تحليلها في الحالة التي يصل فيها حجم القروض في الهيكل التمويلي حدوده القصوى، بالإضافة إلى الانتقاد المتعلّق بفرضية السوق الكامل. كما أنّ إدخال الضرائب على الدخل في الاعتبار سوف يسقط تحليل M&M حيث أنّ الفوائد التي تدفعها المؤسسة على اقتراضها تعتبر عادة من المصروفات التشغيلية الواجبة الخصم

من وعاء ضريبة الأرباح ومعنى ذلك أن تكلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدّل الفائدة المتعاقد عليه".<sup>1</sup>

#### رابعاً: الانتقادات الموجّهة لمدخل M&M

إنّ أهمّ الانتقادات الموجّهة لنظرية M&M انصبّت بالأساس حول الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية، خاصة المتعلقة منها بافتراضات السوق الكامل وآلية المراجعة في السوق وأهم هذه الانتقادات ما يلي:<sup>2</sup>

- إنّ الخطر المتعلّق باقتراض المؤسسة يختلف عن الخطر الخاص باقتراض الشخص الطبيعي، لأنّ مسؤولية المستثمر في شركة مدينة هي مسؤولية محدودة بقدر المساهمة المقدّمة في رأس المال الاجتماعي لهذه الشركة، في حين أنّ مسؤولية الشخص الطبيعي عن قروضه هي مسؤولية مطلقة يمتد أثرها لأمواله الأخرى، لذا فإنّ وضعية المستثمر بعد عملية المراجعة أخطر من وضعيته قبل هذه العملية. كما أنّ معدّل الفائدة ليس هو نفسه إذا تعلّق الأمر بفرد أو مؤسسة، و عادة ما يكون هذا المعدّل أعلى في حالة الاقتراض الشخصي عنه في حالة اقتراض الشركة وهذا نظراً لما تتمتع به هذه الأخيرة من شهرة ومركز مالي معتبر. لهذه الأسباب فإنّ الرافعة المالية الشخصية في نظر الكثير من المستثمرين لا يمكن أن تحلّ بشكل كامل محلّ الرافعة المالية للشركة.
- إنّ تكاليف التعامل تُعيق عملية المراجعة، ولا تصبح لهذه الأخيرة أيّة فائدة تذكر إذا فاقت هذه التكاليف فوائد المستثمر من عملية المراجعة. وبالتالي فهي تعيق انتقال المستثمرين من وضعية لأخرى، وتتفاوت بموجبها قيم المؤسسات .
- من الخطأ الاكتفاء بمتغيرين اثنين فقط لتفسير الخطر وهما، فئة مخاطر المؤسسة ودرجة الاقتراض الشخصية والمؤسّساتية، فهناك عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج كخطر الإفلاس مثلاً.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص241.

<sup>2</sup> James Van Horne, « gestion et politique financière : la gestion a long terme », Op.cit, p.163.

### المبحث الثالث: الهيكل التمويلي في ظل افتراض سوق رأس المال غير الكامل

إنّ افتراض سوق رأس المال غير الكامل يجعل تحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة يقترب كثيرا من الواقع، إذ يقتضي ذلك الاعتراف بوجود الضرائب، وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، كما أنّ التأكّد التام بشأن التفضيلات وتوقعات المستثمرين في السوق يصبح أمرا غير مقبول، وهو ما سوف يؤثر على العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة.

بناء على ما سبق، ظهرت مجموعة من المداخل التي حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة في ظل اسقاط افتراضات السوق غير الكامل، وأهمّ هذه المداخل نجد:

- مدخل الوفر الضريبي.
- مدخل تكاليف الإفلاس.
- مدخل تكاليف الوكالة.
- مدخل عدم تماثل المعلومات.

#### المطلب الأول: مدخل الوفر الضريبي

بعكس افتراضات السوق الكامل، يتميّز الواقع العملي بوجود ضرائب تُفرض على دخل الشركات وضرائب تُفرض على دخل الأفراد، الأمر الذي سيكون له انعكاسات على الاختيارات التمويلية للمؤسسة وعلى تفضيلات المستثمرين للأرباح الموزعة، وهو ما سينعكس على العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة.

#### أولا: الهيكل التمويلي في ظل وجود ضريبة على دخل الشركات

أدخل كل من *M&M* في مقال لهما سنة 1963 تأثير الضريبة على دخل الشركات في اختيار الهيكل التمويلي، حيث أشارا إلى إمكانية تحقيق المؤسسات لوفورات ضريبية إذا ما لجأت للاقتراض، وتقدّر قيمة هذه الوفورات بقيمة الفوائد مضروبة في معدّل الضريبة. كما أكّدا أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تزيد عن القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة يتكون هيكلها التمويلي من أموال

خاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض.<sup>1</sup> وفي كل الحالات فإنّ القيمة السوقية لمؤسستين لا ينبغي أن تزيد أو تقل عن الوفورات الضريبية المحقّقة. وفي حالة اختلال التوازن فإنّ عملية المراجعة كفيّلة بإعادة التوازن بين قيم المؤسّسات على الوجه المذكور سالفًا. ليكن لدينا:

T: معدّل الضريبة على دخل المؤسّسات.

$Y_U$ : العائد السنوي المنتظر من المؤسّسة (u) بعد دفع الضريبة.

$Y_T$ : العائد السنوي المنتظر من المؤسّسة (T) بعد دفع الضريبة و قبل دفع الفائدة.

بالنسبة للمؤسّسات غير المقترضة فإن:  $Y_U = (1 - T)EBIT$

بالنسبة للمؤسّسات المقترضة فإن:

$$Y_T = (1 - T).(EBIT - K_d D) + K_d D$$

$$\Rightarrow Y_T = (1 - T)EBIT - (1 - T)K_d D + K_d D$$

$$\Rightarrow Y_T = (1 - T)EBIT + TK_d D \quad \dots(5-2)$$

حيث يمكن اعتبار  $TK_d D$  عوائد مسترجعة، تمثّل علاوة يطالب بها المساهمون في الشركات المقترضة في شكل معدّل فائدة فعلي مخفّض.

قيمة المؤسّسة غير المقترضة (u) تحسب وفق المعادلة التالية:

$$V_U = \frac{(1 - T)EBIT}{K_e}$$

إذا تمّ تعويض بعض أسهم المؤسّسة بسندات، فإن قيمة المؤسّسة سوف ترتفع بمبلغ يعادل القيمة الحالية للعلاوة  $TK_d D$ .

وليكن  $i_t$  المعدّل المستعمل من طرف المستثمرين في خصم القيمة  $TK_d D$  تصبح قيمة الشركة المقترضة بالمعادلة:

$$V_T = \frac{(1 - T)EBIT}{K_e} + \frac{TK_d D}{i_t}$$

<sup>1</sup> Franco Modigliani and Merton H. Miller, « Corporate income taxes and the cost of capital: a correction », *The American Economic Review*, Vol.53, N°.3, 1963, pp.434-443.



إنّ القيمة  $TK_d D$  تتعرّض لنفس المخاطر التي يتعرّض لها معدّل الفائدة في السوق ومنه فإنّ معدّل الخصم سيعادل معدّل العائد على السندات المطبق  $K_d$  ويمكن كتابة المعادلة الأخيرة على النحو التالي:

$$V_T = \frac{(1-T)EBIT}{K_e} + TD$$

$$\Rightarrow V_T = V_U + TD$$

...(6-2)

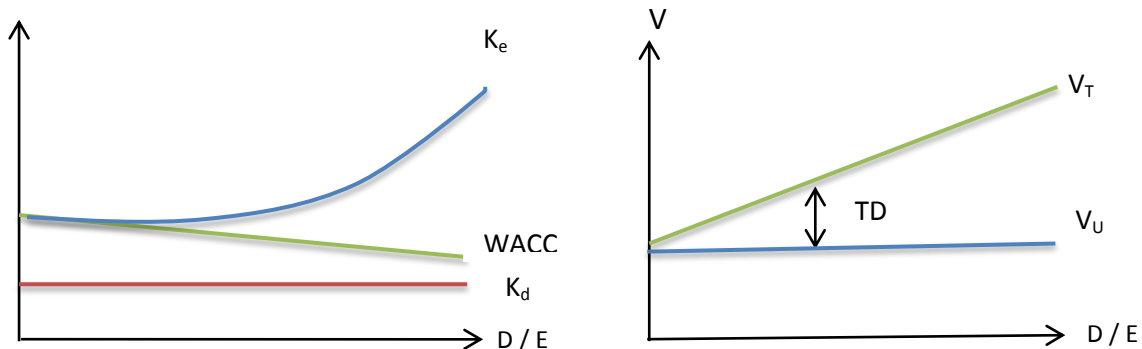
أي أن:

قيمة المؤسسة المقترضة = قيمة المؤسسة غير المقترضة + قيمة الوفر الضريبي  
Value of firm = value of unlevered firm + Value of tax shield

إنّ هذه المعادلة لها أهميّة كبيرة على عدد من الأصعدة، فمن جهة هي تُظهر أن قيمة المؤسسة ترتفع بارتفاع نسبة الاقتراض وهذا سببه وجود ضرائب على دخل المؤسسة. ومن جهة أخرى فإنّ تكلفة رأس المال بعد الضريبة المحددة بالعلاقة هي دالة متناقصة للاقتراض.<sup>1</sup> وبالتالي فإنّ أفضل استراتيجية للمؤسسة هو الوصول إلى أقصى اقتراض ممكن وهذا ما يوضحه الشكل (5-2):

الشكل (5-2) : قيمة المؤسسة المقترضة وغير المقترضة وتكلفة رأس المال بدلالة الرفع المالي في ظل وجود ضرائب على الدخل.

تكلفة راس امال



Source : Eugene F.Brigham and Michael C.Ehrhardt, « **Financial management : theory and practice** », 12<sup>th</sup> edition, Thomson South-Western, Mason, USA,2008, p.615.

<sup>1</sup> A.A. Robichek and S.C Myers, « **la préparation des décisions financières** », Dunod, Paris, France, 1969, p.46.

ثانياً: الهيكل التمويلي في ظل وجود ضريبة على دخل المستثمر

عادة ما يخضع المستثمرين، سواء كانوا مساهمين أو مقرضين (حملة سندات)، لضريبة شخصية على دخولهم. ويتم تقييم المؤسسة من وجهة نظر المستثمرين بالاعتماد على مدخل التدفقات النقدية المخصصة، أي على أساس القيمة الحالية لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد على استثماراتهم في تلك المؤسسة، وهذا بعد خصم كل من الضريبة على دخل المؤسسة والضريبة على دخولهم الشخصية كالاتي :

1- في حالة مؤسسة لا تعتمد على القروض في تمويلها: فإن قيمتها تحسب بدلالة العوائد الصافية التي ينتظرها المساهمون، ويعبر عن ذلك رياضياً بالمعادلة (7-2) التالية:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)(1-T_e)}{K_e} \quad \dots(7-2)$$

حيث  $T_e$ : تمثل معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم.

2- في حالة مؤسسة مقترضة فإن قيمتها تحدد بدلالة ما يتوقع المستثمرون الحصول عليه من عوائد صافية، سواء كانوا ملاكاً أو دائنين حيث أن:

$$\text{نصيب الملاك (المساهمين):} \quad (EBIT - K_d D)(1 - T)(1 - T_e)$$

$$\text{نصيب الدائنين (المقرضين):} \quad K_d(1 - T_d)$$

حيث  $K_d D$ : التدفق النقدي بغرض تسديد الفوائد.

و  $T_d$ : تمثل معدل الضريبة على دخل حملة السندات (المقرضين).

يمكن كتابة صافي العائد السنوي الذي يحصل عليه كل من ملاك المؤسسة ودائنيها على النحو التالي:

$$(EBIT - K_d D)(1 - T)(1 - T_e) + K_d D(1 - T_d)$$

$$\Leftrightarrow \underbrace{EBIT(1 - T)(1 - T_e)}_{\text{نصيب الملاك}} - \underbrace{K_d D(1 - T)(1 - T_e)}_{\text{تسديد الفوائد}} + \underbrace{K_d D(1 - T_d)}_{\text{نصيب الدائنين}}$$

\* تمثل  $T_e$  المتوسط المرجح بالأوزان للضريبة على التوزيعات (القسائم) والأرباح الرأسمالية.

يمثل الشق الأول من المعادلة نصيب الملاك في مؤسسة مثيلة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويلها، وبالتالي يجب خصمها بمعدل العائد الذي يطلبه الملاك  $K_e$  أما الشق الثاني والثالث فهما التدفقات المتعلقة بالفوائد وهي بالتالي تخصم بالمعدل  $K_d$  (معدل الفائدة المطلوب). وعندها تُحسب قيمة المؤسسة وفقا للمعادلة (8-2) التالية:

$$V_T = \frac{EBIT(1-T)(1-T_e)}{K_e} - \frac{K_d D(1-T)(1-T_e)}{K_d} + \frac{K_d D(1-T_d)}{K_d}$$

$$\Leftrightarrow V_T = V_U + \frac{K_d D(1-T_d)}{K_d} - \frac{K_d D(1-T)(1-T_e)}{K_d}$$

$$\Leftrightarrow V_T = V_U + \left(1 - \frac{(1-T)(1-T_e)}{1-T_d}\right) \left(\frac{K_d D(1-T_d)}{K_d}\right) \quad \dots(8-2)$$

تمثل القيمة الصافية للتدفقات المتمثلة في الفوائد على الأموال المقترضة  $\frac{(1-T_d)}{K_d} K_d D$  مقسومة على معدل الفائدة لتلك الأموال والتي تمثل معدل الخصم.

وبالتالي:  $\frac{(1-T_d)}{K_d} K_d D$  تعادل القيمة السوقية لتلك الأموال أي القيمة السوقية للسندات.

وبالتالي تصبح المعادلة (8-2) بالشكل التالي:

$$V_T = V_U + \left(1 - \frac{(1-T)(1-T_e)}{1-T_d}\right) D \quad \dots(9-2)$$

وفي ظل وجود ضرائب شخصية على دخول المستثمرين فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تعادل قيمة مؤسسة مماثلة تعتمد فقط على الأموال الخاصة في تمويلها، مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية والذي يقابل المقدار  $G$  في المعادلة (10-2) التالية:

$$G = \left(1 - \frac{(1-T)(1-T_e)}{1-T_d}\right) D \quad \dots(10-2)$$

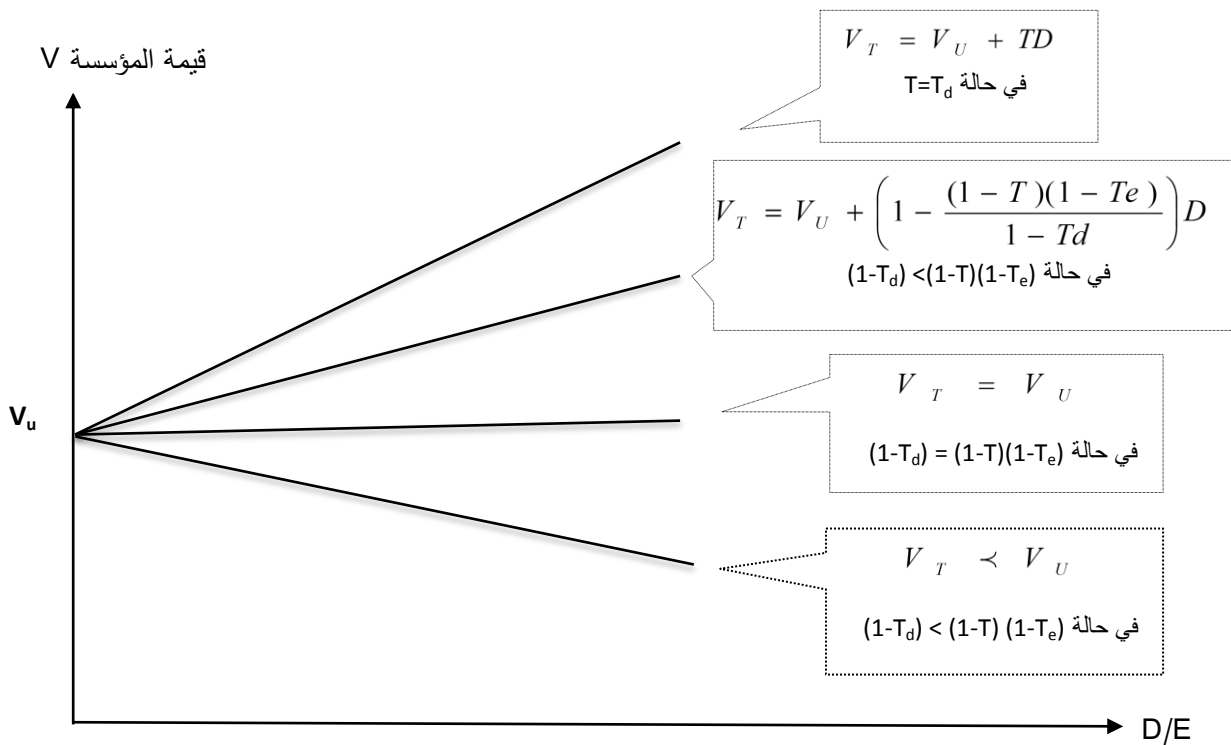
إنّ قرار المؤسسة المتعلق بالهيكل التمويلي يتوقف على قيمة كل من  $T$  و  $T_e$  و  $T_d$ ، فكلما كان  $T_d > T_e$  فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن اقتراض المؤسسة سوف ترتفع، وترتفع معها القيمة السوقية للمؤسسة مع ارتفاع معدّل الضريبة على دخل حملة الأسهم والعكس صحيح.

في حالة امتناع المؤسسة عن القيام بتوزيعات واحتفاظ المساهمين بأسهمهم، وبالتالي لا يكون هناك مجالاً لفرض ضرائب على دخولهم أي أن  $T_e = 0$  وعندها تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية تساوي المقدار:

$$G = \left( 1 - \frac{(1-T)}{(1-T_d)} \right) D$$

وفي هذه الحالة فإنّ قرار المؤسسة المتعلق بالهيكل التمويلي يتوقف على قيمة  $T$  و  $T_d$ . فإذا كانت  $T$  أقل من  $T_d$  يكون من غير المجدي لجوء المؤسسة للاقتراض لأنه يترك أثراً سلبياً على قيمة المؤسسة. ويمكن عرض التحليل السابق في الشكل (7-2) الموالي:

الشكل (6-2): تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل القيم المختلفة للضرائب



Source : Mondher bellalah, « Finance moderne d'entreprise », Economica, Paris, France, 1998, p.74.

ثالثا: نموذج *Miller* في ظل الضريبة على دخل الشركات والضريبة على دخل المستثمر.

في سنة 1977 قدّم *Miller* نموذجا للهيكل التمويلي للمؤسسة\* خلص من خلاله إلى عدم وجود أي تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة، أي أنّ هذه الأخيرة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي وهو ما يناقض تماما موقفه في دراساته السابقة مع *Modigliani*.

خلال هذا النموذج قلّل *Miller* من أهمية تأثير تكاليف الإفلاس والوكالة على قرار تشكيل الهيكل التمويلي، كما شكك في تأثير الوفورات الضريبية للاقتراض ومن ثمة التقليل من أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة، وتم استخلاص ذلك من خلال تحليل القيمة الحالية للوفورات الضريبية والمعبر عنها وفق المعادلة (2-10) السابقة:

$$G = \left( 1 - \frac{(1-T)(1-T_e)}{1-T_d} \right) D$$

وخلص *Miller* من تلك المعادلة باستنتاجات محددة أهمها:

✓ إذا كان  $T = T_e = T_d = 0$  أو إذا كان  $(1 - T) = (1 - T_e) = (1 - T_d)$  ففي هذه الحالة فإنّ الوفورات الضريبية سوف تساوي الصفر ( $G = 0$ ) وهو يتفق مع النظرية الأصلية لـ *M&M* في سنة 1958 التي أكّدت فيها أن الاقتراض لا يُمارس أي تأثير على قيمة المؤسسة.

✓ إذا كان  $T_e = T_d = 0$  (أي لا توجد ضرائب على حملة الأسهم وعلى المقرضين) وبالتالي فإن:  $G = TD$  وهو يتفق مع ما توصل إليه *M&M* في دراسة سابقة سنة 1963، حيث أظهر أن قيمة المؤسسة المقترضة تفوق قيمة المؤسسة غير المقترضة بعلاوة قدرها:  $TD$ .

✓ يبقى هناك مجال لوضعيات عديدة، يكون فيها  $G$  أكبر أو أقل من  $TD$  وهذا حسب القيم التي تأخذها المعدّلات المختلفة للضرائب ( $T, T_d, T_e$ ).

يُشير *Miller* إلى ما يسمّى بالتوازن العام في سوق رؤوس الأموال، والذي أساسه التفاوت في معدّلات الضريبة على المداخل الشخصية للمستثمرين، حيث يتحقّق هذا التوازن إذا ما نجحت المؤسسات في جذب المزيد من المستثمرين الجُدد حتى تصل إلى المستثمر الحدّي، أي المستثمر الذي يتساوى عنده المعدّل الحدّي للضريبة على دخله من السندات مع معدّل الضريبة على دخل المؤسسة وتصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر ( $G = 0$ )، وهذا مع افتراض

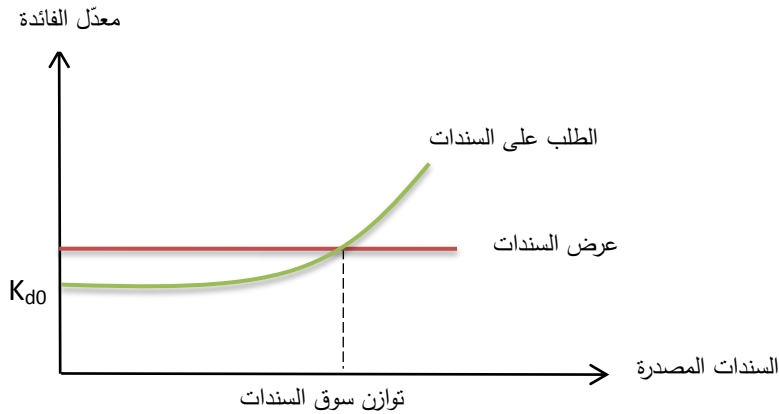
\* أول ما تم عرض نتائج الدراسة كان في مداخلة موجهة إلى الجمعية المالية الأمريكية سنة 1977

أساسي في التحليل هو أن معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي الصفر ( $T_e = 0$ ).

$$G = \left[ 1 - \frac{(1-T)}{1-T_d} \right] \cdot D \quad \text{أي أن:}$$

وعند نقطة التوازن لن تستطيع أي مؤسسة أن تضيف المزيد إلى قيمتها السوقية من خلال تغيير نسبة القروض في هيكل رأسمالها، و لا يبقى لقرار التمويل أي تأثير على قيمة المؤسسة. ويحدث التوازن في سوق السندات عندما يتلاقى منحني عرض السندات مع منحني الطلب عليها، حيث يكون السوق قد وصل إلى الهيكل التمويلي الأمثل لجميع المؤسسات على المستوى الكلي، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (7-2) : توازن سوق السندات وفق مقارنة Miller



Source : Alain Capiez , « éléments de gestion financières », 4<sup>ème</sup> édition, Masson, Paris, France, 1995.p.159.

إنّ الطلب على السندات من طرف المستثمرين يمثله المنحنى ذو الميل الصاعد في الشكل والذي ينطلق من الأصل  $K_{d0}$  وهو معدل الفائدة لتوازن السندات المعفاة من الضريبة على الدخل، مثل السندات الحكومية، أما بالنسبة لأصحاب السندات الذين يخضعون للضريبة بمعدل هامشي

$$T_{dm} \text{ فإن معدل الفائدة المطلوب هو } K_d = \frac{K_{d0}}{1 - T_{dm}}$$

ويرتفع  $K_d$  من أجل جذب المستثمرين الذين تخضع دخولهم إلى ضريبة شخصية لمعدل

مرتفع. أما عرض السندات من طرف المؤسسة في شكل خط أفقي بترتيبية  $\frac{K_{d0}}{(1-T)}$  وهو المعدل

الذي لا يمكن الزيادة عنه لأنّ الوفرات الضريبية لا يمكنها في هذه الحالة تعويض بشكل كلي تكلفة السندات وجعل بعض المشاريع الإضافية ليست مربحة.

وبالتالي فإن *Miller* يشير إلى وجود هيكل تمويلي مثالي يجمع المؤسسات (كوحدة واحدة) وليس كل مؤسسة على حدي، تتوقف مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين، كما تتوقف على حجم الموارد المتاحة للاستثمار لديهم وهذا الهيكل لا يمكن له أن يكون إلا إذا استطاعت تلك المؤسسات من تلبية احتياجات كافة المستثمرين الراغبين في شراء السندات.

### المطلب الثاني: مدخل تكاليف الإفلاس

إنّ المؤسسات التي تلجأ للاقتراض في تمويل استثماراتها تتعرض لمخاطر الإفلاس، لأنّ فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض وفوائده في تواريخ الاستحقاق المحددة، يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ الإجراءات القانونية التي تنتهي عادة بإفلاس المؤسسة.

حيث أنّ تزايد مخاطر الإفلاس سيحمل المؤسسة تكاليفاً إضافية، قد تكون مباشرة مثل المصاريف القانونية والإدارية المصاحبة لعمليات إعادة التنظيم أو حتى التصفية، وقد تكون غير مباشرة والتي تنتج عن النشاط في ظروف غير عادية مثل تكاليف الفرصة البديلة كخسارة ثقة الموردين والبنوك الذين تتعامل معهم المؤسسة و خسارة الزبائن وتنفيذ مشاريع عالية المخاطر.<sup>1</sup>

### أولاً: مفهوم الإفلاس واحتمالات حدوثه

تقع المؤسسة في حالة تعثر مالي إذا تعذر عليها تسديد التزاماتها التعاقدية اتجاه دائئيتها في آجال التسديد المتفق عليها سلفاً، وقد تتحوّل هذه الصعوبات المالية إلى عجز مالي عندما تتوقف الشركة عن سداد ديونها ودفع ما عليها من التزامات اتجاه دائئيتها.<sup>2</sup>

وتُعلن حالة الإفلاس بحكم قضائي من طرف محكمة مختصة (المحاكم التجارية غالباً) وبمبادرة وطلب من المؤسسة المُفلسة نفسها أو من الدائنين أو من الدولة. وبعد دراسة طلب إعلان الإفلاس وتشخيص الوضعية المالية للشركة المفلسة تقوم المحكمة بإصدار أحد الحكمين التاليين<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> Gerard chareaux, finance d'entreprise, « Les essentiels de la gestion : collection les essentiels de la gestion », 1<sup>ère</sup> édition, Éditions Management & Sociétés, Paris, France, 1994, p.127.

<sup>2</sup> Jonathan Berk And Peter Demarzo, « Corporate finance », 3<sup>rd</sup> edition, Pearson, USA, 2013, p.584.

<sup>3</sup> Ibid, p.585.

- تصفية الشركة: وهذا بعد التأكد من عدم قدرة الشركة في التغلب على مشاكلها المالية حيث تحل الشركة ويتم بيع أصولها في المزاد العلني ويتم تسديد حقوق الدائنين حسب الأولوية والذي يتبقى من أموال التصفية يتم توزيعه على المساهمين حسب مساهماتهم في الشركة.

- إعادة تنظيم للشركة (إعادة هيكلتها): والهدف منه هو إعطاء الوقت الكافي للشركة من أجل الخروج من أزمته المالية وإنقاذ مناصب العمل لديها، حيث تخضع الشركة لفترة رقابة من طرف السلطات القضائية، ويتم تعيين مؤتمن لإدارة الشركة حتى إتمام عملية التنظيم. وتكون خاتمة عملية إعادة التنظيم؛ إما استمرار الشركة في نشاطها أو إعلان إفلاسها.

1- تقدير احتمالات إفلاس المؤسسة: يتم تقدير احتمالات إفلاس الشركة من خلال تقدير احتمالات عجز التدفق النقدي للشركة عن تغطية الالتزامات الثابتة اتجاه الدائنين والمتمثلة في أصل القرض وفوائده. وعليه يصبح احتمال الافلاس دالة للمتغيرات التالية:

✓ حجم التدفق النقدي للاستغلال مقارنة مع التدفق النقدي الموجّه لتسديد الالتزامات المرتبطة بالقروض، فكلما كان التدفق النقدي للاستغلال أكبر مقارنة مع التدفق النقدي الموجّه لتسديد أصل القروض وفوائدها كلما انخفضت احتمالات الافلاس.

✓ درجة تقلب التدفق النقدي للاستغلال: حيث أنه كلما تميّز التدفق النقدي للاستغلال بالاستقرار كلما قلت احتمالات افلاس الشركة.

2- أنواع تكاليف الإفلاس: يمكن تصنيف تكاليف الافلاس\* إلى تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة<sup>1</sup>:

✓ التكاليف المباشرة: عبارة عن التكاليف المصاحبة للعملية الإدارية المرتبطة بتقييم ديون المؤسسة وقدرة هذه الأخيرة على تسديدها، وهو ما يترتب عنه تكاليف مثل تكاليف المحامين والمستشارين والمدققين وبنوك الأعمال ومحافظي البيع بالمزاد العلني في حالة بيع أصول الشركة في المزاد العلني.

\* حسب دراسة *Laurence Weiss* على 31 حالة إفلاس لشركات أمريكية بين 1980 و 1986 فإن تكاليف الافلاس مثلت حوالي 3% من القيمة المحاسبية للأصول و 20% من القيمة السوقية لأسهم الشركات في السنة التي سبقت حالة الإفلاس. راجع في ذلك:

Richard Brealey et al, « **Principes de gestion financière** », traduit par Christophe Thibierge et al, Pearson Education, 8<sup>ème</sup> édition, Paris, France, 2006

<sup>1</sup> Jonathan Berk and Peter Demarzo , Op.cit,p 587.



✓ **التكاليف غير المباشرة:** قبل انطلاق إجراءات الإفلاس والتسوية القضائية، تواجه المؤسسة المعنية صعوبات مالية ينجّر عنها تكاليف مالية تتعلّق بهشاشة وضعها المالي الذي لا يُمكن إخفاؤه عن الأطراف الأخرى التي تتعامل مع المؤسسة، حيث تتمثل أهم مصادر هذه التكاليف غير المباشرة في الآتي:

- خسارة زياين الشركة .
- تذبذب امدادات الموردين.
- استقالات في أوساط العمّال من المؤسسة وعدم تحمّسهم للعمل فيها.
- ارتفاع مستحقّات الشركة غير المحصّلة لدى العملاء.
- الخسائر المرتبطة بالبيع الاضطراري لأصول الشركة.
- التكاليف الناتجة عن التمديد غير الضروري لفترة التسوية القضائية.

### ثانيا: نظرية الموازنة الساكنة للهيكل التمويلي

#### The Static Trade-Off Theory (TOT)

إنّ زيادة نسبة الأموال المقترضة بالهيكل التمويلي يترتّب عليه أثّرين متضادّين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث تؤديّ زيادة نسبة الاقتراض إلى تخفيض تكلفة الأموال (أو زيادة التدفّقات النقدية) بسبب الوفورات الضريبية ومن ثمّ زيادة قيمة المؤسسة. ومن ناحية أخرى يترتّب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف ممّا يؤديّ إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثمّ انخفاض قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

وفي ضوء ذلك نصّت نظرية الموازنة الساكنة، والتي طوّرها كل من *kraus & Lizenberger* سنة 1973 على إجراء موازنة بين مزايا الوفر الضريبي التي تنتج عن استعمال القروض وبين التكاليف المتوقّعة للإفلاس من أجل الوصول للهيكل التمويلي الأمثل.<sup>2</sup> وفقا لهذه النظرية، ينبغي على الشركة أن توازن بين فوائد الاقتراض وتكاليفه، إلى أن يتم الوصول إلى المستوى الأمثل للهيكل التمويلي ويتم ذلك عند النقطة التي تتساوى فيها الفوائد الحديّة لكل وحدة إضافية من الدين مع التكاليف الحديّة لها. علما أن المسألة القرارية لاختيار الهيكل

<sup>1</sup> جمال بدير على الخولي، مرجع سبق ذكره، ص40

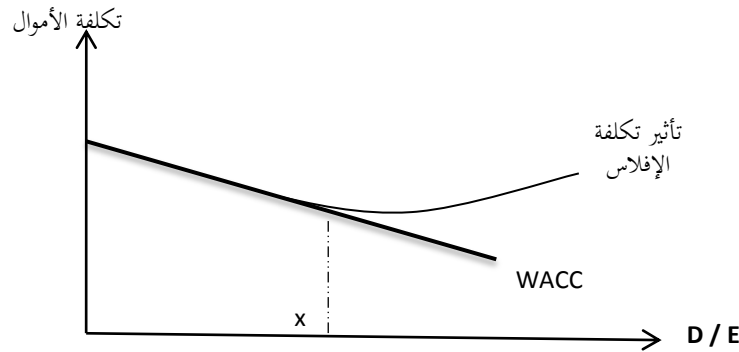
<sup>2</sup> H. Kent Baker and Gerald S. Martin, «Capital structure and corporate financing decisions», JohnWiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2011, p.18.

## الفصل الثاني: الأسس النظرية لقرارات التمويل وعلاقتها بقيمة المؤسسة

التمويل ذات مرحلة واحدة أي أن أنها استبعدت عنصر الزمن من التحليل ولم تُشر إلى احتمالات انحراف المؤسسة عن الهيكل الأمثل ومحاولة العودة إليه من جديد.

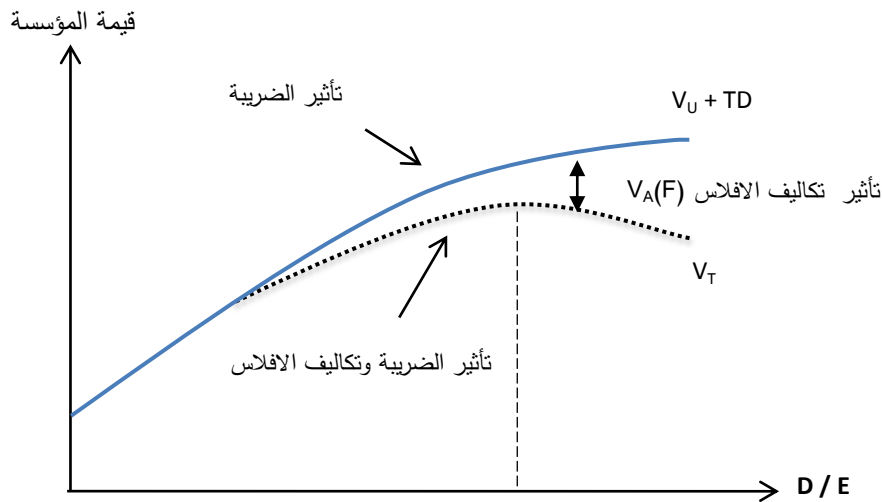
إنّ العلاقة الموجودة بين تكلفة الإفلاس ونسبة القروض هي علاقة طردية، حيث تكون هذه العلاقة في شكل خطّي عندما تكون القروض في مستوياتها الدنيا، إلى أن يصل حجم الاقتراض حدًا معيّنًا تبدأ معه مخاطر الإفلاس بالارتفاع بمعدّل أكبر من معدّل الزيادة في نسبة القروض. ويترتب على زيادة هذه المخاطر، ارتفاع معدّل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة بالتبعية، وهو ما يوضّحه الشكلين المواليين:

الشكل (2-8) : العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال في ظل وجود تكاليف إفلاس.



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص 253.

الشكل (2-9) : العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف إفلاس



Source : James C. Van Horne , « Financial management and policy », Op.cit, p.270.

إذا اعتبرنا أن  $V_A(F)$  عبارة عن القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، تصبح قيمة المؤسسة المقترضة تحسب بالصيغة الرياضية التالية:

$$V_T = V_U + TD - V_A(F) \quad \dots(11-2)$$

يتّضح ممّا سبق، أنه كلّما زادت مخاطر الإفلاس ترتّب على ذلك زيادة في معدّل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يعني ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجّحة لرأس المال ( $K_e$ ) كما يوضّحه الشكل (2-8) وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالنتيجة كما يوضّحه الشكل (2-9) .

إنّ محاولة المقرضين حماية أنفسهم من مخاطر إفلاس الشركة سوف يدفعهم للمطالبة بعائد أعلى للاستثمار في سنداتها، أما بالنسبة للمساهمين فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدّل عائد أكبر للاستثمار في أسهم الشركة من أجل تعويضهم عن المخاطر التي يتحمّلونها. وعليه فإن النسبة المثالية للاقتراض في ظل وجود تكلفة إفلاس تتحدد بالنقطة  $X$  في الشكلين السابقين والتي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدّها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدّها الأقصى.

### ثالثاً: نظرية الموازنة الديناميكية للهيكال التمويلي

#### The Dynamique Trade off Teory

يقوم نموذج التوازن الديناميكي للهيكال التمويلي على مفهوم نسبة الاقتراض المستهدفة، حيث بموجبها تحدّد إدارة المؤسسة لنفسها نسبة مستهدفة للقروض في هيكلها التمويلي تسعى للمحافظة عليها، لأنّها ترفع من قيمتها. إلاّ أنه قد تحدث اختلالات ظرفية في موارد واحتياجات المؤسسة قد تتسبّب في انحراف المؤسسة عن هيكلها التمويلي المستهدف.

إنّ نماذج الموازنة الديناميكية الأولى التي حلّلت مسألة الهيكال التمويلي في الزمن المستمر بحضور الضريبة وتكاليف الافلاس وخالية من تكاليف المعاملات، طوّرت من طرف *Kane et al* (1984) و *Brennan and Schwartz* (1984) ونصّت على أنّ المؤسسة التي تتحرف عن هيكلها التمويلي المستهدف، عليها العودة إليه من جديد من خلال قراراتها التمويلية اللاحقة. فإذا كانت نسبة الاقتراض أقل من النسبة المستهدفة، فإن المؤسسة ستلجأ للاقتراض بشكل متزايد لتغطية الاحتياجات التمويلية الحالية أو المستقبلية، وفي المقابل فإنّه إذا تجاوزت نسبة الاقتراض الفعلية النسبة المستهدفة فإن المؤسسة ستلجأ لزيادة التمويل بالأموال الخاصة على حساب القروض.

كما أشار *Myers* (1984) إلى أنّ نظرية الموازنة الديناميكية تنصّ على أن المؤسسة تضع لنفسها نسبة اقتراض مستهدفة في هيكلها التمويلي وتسعى لعدم الحياد عنها، فإذا انحرفت المؤسسة عن هذه النسبة المستهدفة مع مرور الزمن، فإنّها ستحاول العودة إليها من جديد من خلال قيامها بتعديل الهيكل التمويلي بشكل تدريجي.<sup>1</sup>

وحسب *Fisher et al* (1989) و *Mauer & Triantis* (1994) فإنّ على المؤسسة الموازنة بين تكاليف الانحراف عن هيكل التمويل المستهدف وتكاليف تعديل هيكل التمويل الفعلي نحو الهيكل المستهدف، حيث سيكون من المفيد للمؤسسة إجراء التعديل إذا كانت تكاليف الانحراف عن الهيكل المستهدف تفوق تكاليف إجراء التعديل.<sup>2</sup>

فقد تتمهّل المؤسسة ولا تلجأ إلى تعديل هيكلها التمويلي نحو الهيكل المستهدف بعد الانحراف عنه، نظراً لكون تكاليف التعديل تفوق القيمة الضائعة بسبب عدم أمثلية الهيكل التمويلي، وهو ما أكّده الكثير من الدراسات التجريبية مثل دراسة *Frank & Goyal* (2008) والتي أظهرت أن عدد حالات الانحراف عن الهيكل التمويلي المستهدف أكبر من عدد أنشطة التعديل التي تقوم بها الشركات، ويرجع سبب ذلك إلى ارتفاع تكاليف التعديل.

### المطلب الثالث: مدخل تكاليف الوكالة

تتشأ مشاكل الوكالة من تعارض المصالح بين المديرين (الوكلاء) وحملة الأسهم وحملة السندات (الأصلاء) أو فيما بين حملة الأسهم وحملة السندات (الأصلاء أنفسهم) ويعتمد مدخل تكلفة الوكالة لنظرية الهيكل التمويلي على تحليل تأثير هذا التعارض في المصالح على القرارات المالية، في ظل افتراضات أساسية مفادها أن جميع أطراف الوكالة (الملاك والدائنين والمديرين) يتصرفون وفقاً لمصلحتهم الشخصية، وأنّ سلوك كل واحد منهم يتّصف بالرّشد الاقتصادي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Vorgelegt von Johannes Weigl, «Market timing of capital structure and factors influencing the leverage decision of firms», Unpublished doctoral dissertation, Faculty of Economics and Business Administration, Chemnitz University of Technology, Saxony, Germany, 2012, p.47.

<sup>2</sup> Islam Abdeljawad and al, «Dynamic capital structure trade-off theory: evidence from malaysia », Proceedings of 3<sup>rd</sup> Global Accounting, Finance and Economics Conference, Melbourne, Australia, May2013, p. 1.

<sup>3</sup> جميل بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 48

## أولاً: مفهوم وأنواع تكاليف الوكالة

انطلاقاً من الأعمال التي باشرها *Coase* في سنة 1973، عرّف كل من *Jensen & Meckling* (1976) علاقة الوكالة على أنّها عقد يقوم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الأصيل *The principal*) بتكليف شخص آخر يسمى الوكيل (*Agent*) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم وتتضمن تفويضاً لسلطة اتخاذ القرار.<sup>1</sup>

كما أشارا إلى أنّه يمكن النظر إلى المؤسسة على أنّها مجموعة من العقود بين أعضاء الفريق الذي يقدر عوامل الإنتاج (الملاك و الدائنين و العاملين و الإدارة)، كما بيّنا أن كل عضو في الفريق يسعى لتحقيق مصلحته الذاتية وأنّ سلوك كل منهم يتّصف بالرشد الاقتصادي.<sup>3</sup>

إنّ التعارض المحتمل بين مصالح الأطراف الأساسية المتمثلة في المساهمين والمقرضين والمسيرين قد يؤدي إلى ظهور ما يسمّى بتكاليف الوكالة التي يتم تعبئتها من قبل هذه الأطراف من أجل احترام عقود الوكالة القائمة بينها. وتنقسم تكاليف الوكالة إلى ثلاث أنواع رئيسية هي<sup>4</sup>:

**1- تكاليف المراقبة :** وهي مجموع التكاليف التي يتكبدها الموكل لمراقبة أعمال الوكيل للحدّ من تصرف هذا الأخير الانتهازي.

**2- تكاليف التبرير:** عبارة عن أموال يجنّدها الوكيل من أجل إقناع مؤكّله بحسن نواياه وتطابق أعماله مع مصالحه.

**3- التكاليف الباقية:** هي التكاليف الناجمة عن استحالة تطبيق رقابة كاملة على أعمال الوكيل أو بصيغة أخرى، هي الفارق بين قيمة الخسائر المحتملة بسبب السلوك غير الرشيد للوكيل من جهة، ومجموع تكاليف المراقبة وتكاليف التبرير من جهة أخرى.

عموماً يمكن أن نميّز بين نوعين من علاقات الوكالة داخل المؤسسة:

✓ علاقة الوكالة القائمة بين المساهمين و المسيرين.

✓ علاقة الوكالة التي تنشأ بين المساهمين (الملاك) و المسيرين من جهة و الدائنين من جهة أخرى.

<sup>1</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, , Vol. 3, N°4, October 1976, p.5.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي ، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>4</sup> Philippe Desbrières et Paschal Dumontier, Op.cit, p.11.

ثانياً: تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين والإدارة.

إن الفكر الكلاسيكي يفترض أن الإدارة وكيالة الملاك، ومن ثمة يصبح لزاماً عليها أن تسعى لتحقيق الأهداف التي دفعت هؤلاء الموكّلين إلى توجيه جزء من ثروتهم للاستثمار في المؤسسة المعنية<sup>11</sup>. إلا أنّ العلاقة بين الملاك والإدارة لا تخلو من التعارض، الذي قد يترتب عنه ما يُسمّى بتكاليف الوكالة للأموال الخاصة، ويرجع مصادر هذا التصارع إلى الأسباب التالية:

- ✓ نزعة المسيرين لاقتطاع جزء من ثروة الملاك في شكل مكافآت وجوائز وأجور مرتفعة، وهو ما يُعرف بمشكلة " المخاطرة الأدبية أو الأخلاقية " *"The Moral hazard Problem"* حيث يجنح المسيرون لاتخاذ قرارات تعظم مصلحتهم الخاصة على حساب مصلحة الملاك.
- ✓ رغبة المسيرين في استمرار المؤسسة بغية الحفاظ على مناصبهم فيها، ولا يتم ذلك حسبهم إلا بالاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة والعوائد المتدنية وهذا ما يعارض توجهات المساهمين.
- ✓ اهتمام المسيرين بنتائج المؤسسة في المدى القصير وعدم الاكتراث بالقرارات والأفعال ذات البعد الإستراتيجي للمؤسسة.

إنّ الكثير من الكتاب أمثال *Jensen & Meckling* و *Grossman & Hart*، بيّنوا أن اللجوء إلى الاقتراض كفيل بأن يسهل حل هذه الصراعات. حيث قدّم *Jensen & Meckling* اقتراحات من أجل التخفيف من مشكلة الوكالة أهمّها: زيادة مساهمة المدراء في ملكية الشركة لكي تتوافق اهتماماتهم مع اهتمامات الملاك و/أو زيادة استخدام الدين الذي سوف يُقلّل من الملكية الأساسية وهذا الذي سوف يؤدي إلى زيادة نسبة ملكية المدراء.<sup>2</sup>

أمّا *Jensen* فقد أشار إلى الدور الرقابي للديون في تخفيض تكاليف الوكالة للتدفّق النقدي الحر والتي تنشأ من تضييع النقد المتوقّر بعد تمويل كل المشاريع ذات التدفّق النقدي الإيجابي، حيث يحاول المدراء استخدام هذه الأموال الفائضة بمشاريع غير مُجدية من أجل التوسّع فقط الذي سينتج عنه زيادة في أجورهم. وللتغلب على هذه المشكلة، أشار *Jensen* إلى أن زيادة الاعتماد على الديون في التمويل بدلا من الأسهم من شأنه أن يحفّز المديرين على سداد التدفّقات النقدية التي تنتج

<sup>1</sup> علاء عبد الحسين صالح الساعدي، "الهيكل التمويلي والعوامل المؤثرة فيه"، مجلة الاقتصاد الخليجي ع 23، جامعة البصرة، العراق، 2012، ص140.

عن هذه القروض من جهة ويساعدهم في ضمان استقرار توزيعات الأرباح من جهة أخرى، وهو ما سيعمل في النهاية على التقليل من تكاليف الوكالة للنقد الحر المتوفر للمدراء.

كما قدّم كل من *Harris & Raviv* (1990) نموذجاً لتأثير الهيكل التمويلي على علاقات الوكالة بين المسيرين والمساهمين مفاده أن الافتراض يعتبر من بين الآليات الكفيلة بحل النزاع بين المتعاقدين -الملاك والمسيرين- حيث أكدوا أن اللجوء للقروض في التمويل يحث المسيرين على تحسين مردودية المؤسسة من أجل تفادي إفلاسها وخسارة مناصبهم وامتيازاتهم بالتبعية، وبالتالي فهم مُجبرون على تعظيم أرباح وقيمة المؤسسة وهذا ما يتفق وأهداف الملاك. كما أن استعمال القروض في التمويل سيسمح بتوفير معلومات قيّمة تُساعد المستثمرين في تقييم القرارات الرئيسية التي تتخذ على مستوى المؤسسة بما فيها قرار التصفية.<sup>1</sup>

ولقد توصل *Harris & Raviv* إلى مجموعة من النتائج أهمها<sup>2</sup>:

- ✓ يُتوقع أن يزيد كل من مستوى الديون، القيمة السوقية للديون وقيمة الشركة ونسبة الديون إلى القيمة والعائد على السندات بزيادة القيمة التصفوية وتتنخفض بانخفاض تكاليف التوقف عن السداد.
- ✓ ترتفع احتمالات التوقف عن السداد مع زيادة القيمة التصفوية وتتنخفض مع تكاليف التوقف عن السداد وهي مستقلة عن حجم الشركة.
- ✓ يُتوقع أن تتخفض نسبة التغطية المتوقعة للديون مع انخفاض قيمة التصفية وتزيد مع زيادة تكاليف التوقف عن الدفع وهي مستقلة عن حجم الشركة.
- ✓ يُتوقع أن تتخفض احتمالات إعادة التنظيم في حالة التوقف عن الدفع مع القيمة التصفوية وهي مستقلة عن تكاليف التوقف عن الدفع.
- ✓ يُتوقع أن يصاحب الزيادة في درجة الرفع المالي، التي تنتج عن زيادة القيمة التصفوية أو انخفاض تكاليف التوقف عن الدفع، زيادة في قيمة المؤسسة.
- ✓ يُتوقع أن تتخفض نسبة التغطية لدى الشركات التي لها نسبة رفع مالي مرتفع وتدفع عوائد مرتفعة، مع انخفاض احتمالات استفادتها من إعادة التنظيم بعد وقوعها في حالة التوقف عن الدفع.

\* من بين الآليات الأخرى المستعملة: تمكين المساهمين من المعلومات المحاسبية، إقامة نظام مراجعة التسيير، القيام بعملية المراجعة وكل أشكال المشاركة الأخرى التي يقوم بها المساهمون.

<sup>1</sup> Milton Harris; Artur Raviv , "Capital structure and the informational role of debt" , *The Journal of Finance* ,Vol. 45, N°. 2, 1990 p .321.

<sup>2</sup> جميل بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص56 و Milton Harris; Artur Raviv, Op.cit, p.323.

ويتنبأ النموذج أن المؤسسة التي لديها قيمة تصفوية عالية وأصول ثابتة يكون لديها ديون أكبر وستكون أكثر عرضة للتخلف عن السداد، وفي نفس الوقت ستكون لديها قيمة سوقية أكبر مقارنة مع مثيلاتها من المؤسسة التي لديها قيمة تصفوية أقل.<sup>1</sup>

### ثالثاً: تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين والمقرضين

إنّ النوع الثاني من تعارض المصالح فينشأ بين حملة السندات وحملة الأسهم بسبب ما يترتب على التمويل بالديون في ظل المسؤولية المحدودة، من حافز لحملة الأسهم على قبول المشاريع الاستثمارية ذات المخاطر المرتفعة أو قبول الاستثمارات الأقل مثالية والتي تؤدي إلى نقل الثروة من حملة السندات إلى حملة الأسهم وهو ما يُعرف بمشكلة حافز المخاطرة أو حافز استبدال الأصول.<sup>2</sup> ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط العقد فإنهم مُجبرون على متابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويُطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون جراء متابعتهم نشاط المؤسسة وتكاليف الوكالة التي غالباً ما تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة ومعدلات العائد التي يطالب بها المقرضون والمساهمون على التوالي. والنتيجة هي ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض قيمة المؤسسة بالتبعية.

إنّ المقرضين لكي يتخلّوا عن شروطهم في فرض قيود على نشاط الشركة وبالتالي استبعاد تكاليف الوكالة، فإنهم عادة ما يُطالبون بمعدل فائدة مرتفع والذي قد يفوق تكلفة الوكالة نفسها. وعليه فإنّ العلاقة بين ملاك المؤسسة ودائنيها هي علاقة وكالة قد تتعارض في إطارها مصالح الطرفين وتتجرّ عنها ما يُسمى بتكاليف الوكالة للقروض. ومصادر الصراع بين المساهمين والدائنين يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ إقدام المؤسسة على رفع قيمة القسائم الموزعة التي يتم تمويلها بإيرادات إصدار قروض جديدة أو بأموال ناتجة عن تخفيض حجم المشاريع الاستثمارية الأمر الذي يُسبب ضرراً للدائنين.
- ✓ ارتفاع حجم اقتراض المؤسسة يؤدي إلى رفع مخاطر إفلاسها، الشيء الذي يدفع الملاك لمباشرة مشاريع استثمارية أكثر خطورة.

<sup>1</sup> Milton Harris; Artur Raviv , Op.cit, p. 323

<sup>2</sup> جميل بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 49.

<sup>1</sup> Philippe Des Brieres Et Pascal Dumontier, Op.cit, p.12.



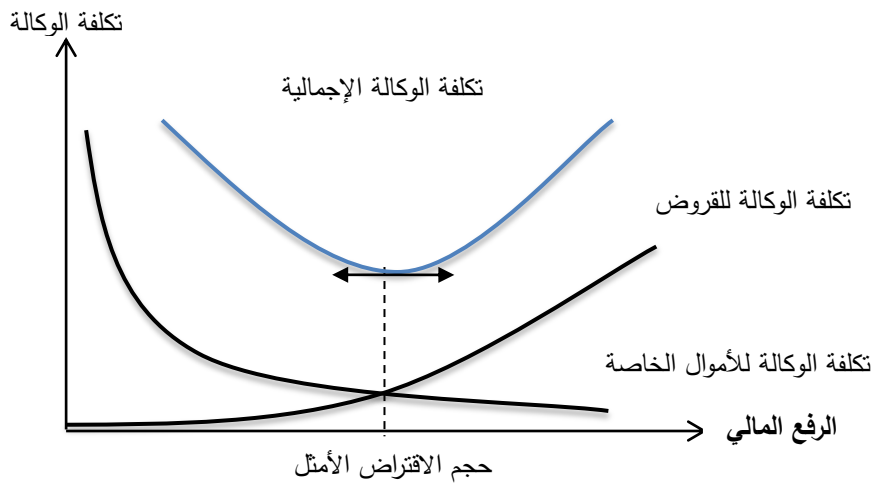
✓ توقع الدائنين الحاليين لجوء مُحتمل للمؤسسة لقروض ذات امتياز وأولوية على القروض الحالية.

#### رابعا : الهيكل التمويلي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة

إن تكلفة الوكالة قد تنشأ إما من زيادة الأموال الخاصة الخارجية أو زيادة نسبة القروض بالهيكل التمويلي، وبالتالي يُتوقع أن تزيد تكلفة الوكالة كلما زادت مصادر التمويل الخارجية. أي أنّ تكلفة الوكالة ما هي إلا دالة للهيكل التمويلي، ومن ثم استنتج *Jensen & Meckling* أنّ هيكل التمويل الأمثل قد يتحدّد إما بالموازنة بين المزايا الحديّة للوفورات الضريبية الناجمة عن التمويل بالديون (وبالتالي تعتبر دالة متزايدة لنسبة القروض بالهيكل التمويلي بمعدّل متناقص) والتكاليف الحديّة للوكالة المصاحبة للتمويل بالقروض (والتي تعتبر دالة متزايدة لنسبة القروض بالهيكل التمويلي بمعدّل متزايد) أو بالموازنة بين التكلفة الحديّة للوكالة المصاحبة للتمويل بالقروض والمنفعة الحديّة للتمويل بالقروض والمتمثلة في تخفيض تكلفة الوكالة للتمويل بالأموال الخاصة الخارجية حتى في عالم لا تخضع فيه المؤسسة أو المستثمرين للضريبة على الدخل. وتعتبر عملية الموازنة هذه، والتي تحدّد هيكل التمويل الأمثل، صورة أخرى لنموذج التوازن الساكن بين مزايا وتكاليف التمويل بالقروض.

ويوضح الشكل (10-2) الموالى هيكل التمويل الأمثل الذي تكون فيه تكاليف الوكالة الاجمالية في حدودها الدنيا.

الشكل (10-2): مستوى الاقتراض الأمثل في ظل تكاليف الوكالة

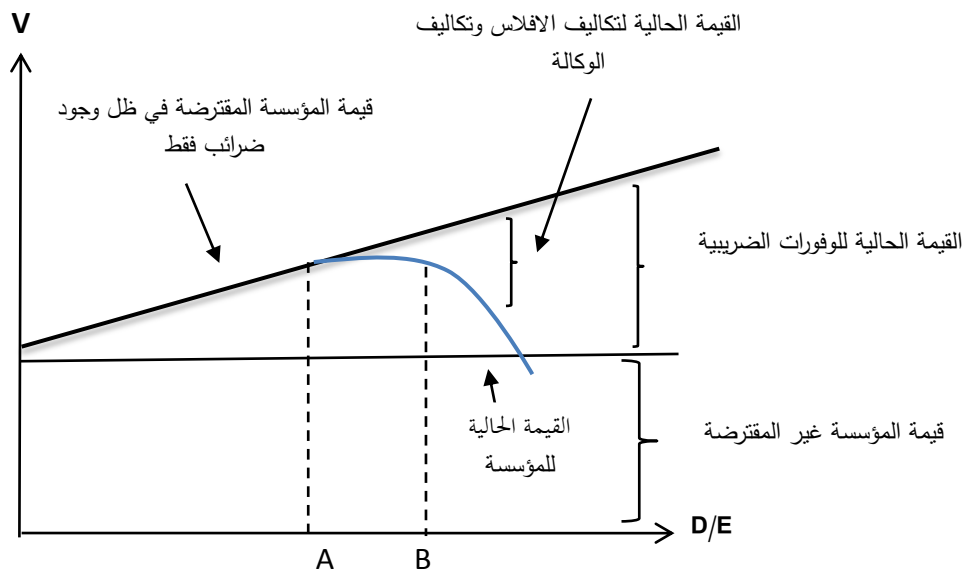


Source : Philippe Des Brieres et Pascal Dumontier, Op.cit, p.13.

أما الشكل (2-11) فيوضح الهيكل التمويل الأمثل التي يُعظم قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة إفلاس ، حيث أن قيمة المؤسسة المقترضة في هذه الحالة تساوي:

قيمة المؤسسة المقترضة	=	قيمة المؤسسة غير المقترضة	+	الوفورات الضريبية للاقتراض	-	القيمة الحالية لتكلفة المتوقعة للإفلاس	+	القيمة الحالية لتكلفة الوكالة للقروض
-----------------------	---	---------------------------	---	----------------------------	---	--	---	--------------------------------------

الشكل (2-11) قيمة المؤسسة في ظل تكاليف الإفلاس و تكاليف الوكالة



Source : Arthur J.Keown *et al*, Op.cit., p.425.

#### المطلب الرابع: مدخل عدم تماثل المعلومات

يفترض *M&M* أن لدى المستثمرين ذات المعلومات المتوفرة للمدراء عن مستقبل الشركة وهذا ما ندعوه بالتماثل المعلوماتي (Symetric information) غير أن المديرين يملكون في الواقع معلومات تفوق تلك المتاحة للمستثمرين خارج الشركة وهذا ما ندعوه باللاتماثل المعلوماتي Asymetric information وله تأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أجين برغام، "الإدارة المالية : أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية"، ترجمة محمود فتوح وعمر عبد الكريم، ج2، ط1، شعاع للنشر والعلوم، ، حلب، سورية، 2010، ص518.

ولقد حاول العديد من المفكرين تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل اختلاف مستوى المعلومات بين مستخدمى تلك المعلومات الخارجيين والداخليين حول الفرص الاستثمارية وتوزيعات العائد الحقيقية للشركة. ويعتبر نموذج *Ross* (1977) ونموذج *Leland* (1977) ونموذج *Myers* & *Majluf* (1984) الأساس الذي بني عليه هذا المدخل.

فنموذج *Ross* (1977) يستخدم نسبة الافتراض في الهيكل التمويلي - في ظل ثبات قرار الاستثمار - كمؤشر على نوعية المؤسسة، بينما يركّز نموذج *Pyle & Leland* (1977) على تأثير نسبة الافتراض في الهيكل التمويلي على نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسيرين والتي تمثل تعتبر كمؤشر على نوعية المؤسسة. أمّا نموذج *Majluf & Myers* (1984) فيستخدم الهيكل التمويلي - في ظل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين - للحد من مشكلة سوء تقييم الأسهم الجديدة من طرف السوق.<sup>1</sup>

### أولاً: الهيكل التمويلي كوسيلة تشوير

إنّ استعمال الهيكل التمويلي كوسيلة تشوير، يتطلّب أن يكون هناك عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين أو المساهمين الذين يملكون تفويض المسؤولية من جهة و المستثمرين أو المساهمين العاديين من جهة أخرى علماً أن هؤلاء المستثمرين غير قادرين على تمييز المؤسسات المريحة عن غيرها. وعليه يمكن تمييز 3 نماذج تظهر الهيكل التمويلي كوسيلة تشوير هي :

- التشوير بمعدّل الافتراض.
- هباب (نفور) المسيرين من الخطر.
- تفاعل قرارات التمويل و الاستثمار.

<sup>1</sup> Eric sévérin, « L'endettement des entreprises : incidences sue la valorisation des firmes », e-theque, Lille Hellemmes , France, 2002, pp 25-26.  
Disponible sur: [http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/l\\_endettement\\_des\\_entreprises.pdf](http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/l_endettement_des_entreprises.pdf). (Consulté le 5/5/2017)

1- التشوير بمعدّل الافتراض: قدّم *Ross* (1977) نموذجاً يُعدّ الأساس في استخدام الهيكل التمويلي كإشارة تعكس المعلومات الداخلية المتوافرة لدى المديرين وغير المتاحة للمستثمرين الخارجيين<sup>1</sup> حيث تمّ تطوير هذا النموذج انطلاقاً من الفرضيات التالية<sup>2</sup>:

- ✓ أسواق رأس المال كاملة ولا توجد تكاليف معاملات ولا تأثير للضرائب.
- ✓ لا توجد تكاليف وكالة ولكن المعلومات المتاحة في السوق غير متماثلة لا سيما فيما يتعلّق بالتوزيع الاحتمالي لعوائد الشركة.
- ✓ النموذج يستعمل لفترتين فقط 0 و 1.
- ✓ المستثمرون حياديون فيما يتعلّق بالخطر.

طرح *Ross* (1977) فكرة أن المدراء في الشركات لهم دراية أفضل بالتوزيع الحقيقي لعوائد الشركة مقارنة بالمستثمرين، وعليه فإنّه يمكن لهؤلاء المديرين، عن طريق اللجوء للافتراض، أن يبعثوا بإشارة قوية للأطراف الخارجية للدلالة على ارتفاع جودة المؤسسة ووضعها المالي الحقيقي وبالتالي فهم يُعلمون المستثمرين على صحّة المؤسسة الجيدة كونها تستفيد من أثر رفع مالي موجب وتقييم جيد لأسهمها وهو ما سينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة في السوق.<sup>3</sup>

ولمّا كانت الشركات ذات الجودة المنخفضة ترتفع فيها التكاليف الحديّة المتوقعة للإفلاس عند أي مستوى للديون، فإنّ المديرين في الشركات ذات الجودة المنخفضة لن يقلّدوا الشركات ذات الجودة المرتفعة بإصدار مزيداً من الديون، وهذا الاستنتاج مشروط بوجود نظام مكافأة وعقاب للمديرين على نتائج أعمالهم، يتضمّن وجود عقوبة في حالة إفلاس المؤسسة.<sup>4</sup>

ويفترض *Ross* (1977) وجود نوعين فقط من الشركات. الشركات ذات الجودة العالية A لها عائد إجمالي قيمته a والشركات ذات الجودة المنخفضة B لها عائد إجمالي قيمته b. كما أنّ المستثمرين لا يمكنهم تمييز الشركات من النوع A عن الشركات من النوع B إلا أنّهم على علم بنسبة الشركات A من مجموع الشركات والمقدرة بـ q.

<sup>1</sup> جميل بدير الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 59

<sup>2</sup> Stephen A. Ross, « The determination of financial structure: The incentive-signalling a pproach », *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, N° 1, 1977, pp. 23-40

<sup>3</sup> Idem.

<sup>4</sup> جميل بدير الخولي، مرجع سبق ذكره ، ص 60.

في غياب إشارات مرسلة من طرف الشركات للسوق فإن جميع الشركات ستكون مقيّمة بنفس القيمة وتحسب على النحو التالي:

$$V_0 = \frac{q a + (1 - q)b}{1 + r} \quad \dots (12 - 2)$$

$$V_0^A > V_0 > V_0^B \quad \text{حيث أن:}$$

r : معدّل الفائدة دون خطر (المضمون).

$V_0^B$  و  $V_0^A$  : تمثل القيم الحالية للشركات من النوع A والشركات من النوع B على التوالي.

إذا أخذنا بعين الاعتبار نظام الحوافز الإدارية ودور المسيرين في اتخاذ القرارات في الفترة 0 ونظرا للمعلومات الداخلية التي يمتلكونها والتي تسمح لهم بتحديد نوع الشركة التي يشرفون عليها، فإن المكافأة التي يتحصّلون عليها تكتب وفق الصيغة الرياضية التالية:<sup>1</sup>

$$M = (1 + r)y_0V_0 + y_1 \begin{cases} V_1 & \text{if } V_1 \geq F \\ V_1 - L & \text{if } V_1 < F \end{cases} \quad \dots (13 - 2)$$

حيث أنّ:

$V_0$  و  $V_1$  : هي قيم المؤسسة في الفترتين 0 و 1 على التوالي.

F: هي القيمة الإسمية للديون التي أصدرتها الشركة في الفترة 0.

$y_0$  و  $y_1$  : معاملي ترجيح ثابتين وموجبين، ويمثّلان نسب المكافآت التي يتحصل عليها المسيرين في الفترتين 0 و 1 على التوالي.

L : تمثّل العقوبة التي تلحق بالمسيرين إذا فشلت الشركة في الفترة 1 وتحدث عندما تكون:

$$V_1 < F$$

وبالتالي سيعمل المسيرين على تعظيم ما سيحصلون عليه من مكافآت M من خلال تحديد مستوى الاقتراض الأمثل F في الفترة 0.

<sup>1</sup> Stephen A. Ross , Op.cit, p. 26.

لتكن  $F^*$  هي المستوى الحرج للاقتراض في الهيكل التمويلي للشركة (الحد الأقصى للاقتراض)

$$b \leq F^* < a \quad \text{حيث:}$$

إذا كان  $F > F^*$  فإن السوق سيتوقع أن تكون الشركة من النوع A و إذا كان  $F < F^*$  فإن السوق يتوقع أن تكون الشركة من النوع B.

وحتى يتم الوصول إلى التوازن يجب أن تصدق توقعات المستثمرين بشأن نوعية الشركات، حيث أن الشركات إذا كانت من النوع A فإنها ستلجأ للاقتراض بمستوى  $F^A$  يفوق المستوى الحرج  $F^*$  بحيث  $F^A > F^*$  وأن الشركات من النوع B ستلجأ للاقتراض بمستوى  $F^B$  لا يتجاوز المستوى الحرج  $F^*$  حيث  $F^B < F^*$ .

إذا شوّرت الشركة على أنّها من النوع A وضبطت مستوى الاقتراض لديها على النحو التالي:  $F^A \leq a$  وبالتالي فإنّها لا تتحمل مخاطر الافلاس و قيمة الشركة تحسب على النحو التالي:

$$V_0(F^A) = \frac{a}{1+r}$$

وبالمثل فإنّ الشركة التي ترسل إشارة على أنّها من النوع B من خلال مستوى اقتراضها المحدد ب:  $F^B \leq b$  تكون لها قيمة أولية على النحو التالي:

$$V_0(F^B) = \frac{b}{1+r}$$

بافتراض أنّ المسيرين سوف لن يعرضوا أنفسهم لتكاليف الافلاس بدون فائدة، فإنّ مكافئاتهم في الشركات A و B تكون على النحو التالي:

$$M^A(F) = \begin{cases} (y_0 + y_1)a & \text{if } F^* < F^A \leq a \\ y_0b + y_1a & \text{if } F^A \leq F^* \end{cases} \quad \dots (14 - 2)$$

$$M^B(F) = \begin{cases} y_0a + y_1(b - L) & \text{if } F^B > F^* \\ y_0b + y_1b & \text{if } F^B \leq b \leq F^* \end{cases} \quad \dots (15 - 2)$$

في حالة إذا اختار المسيرون في الشركات A مستوى اقتراض  $F^A$  حيث:  $F^* < F^A \leq a$  واختار المسيرين في الشركات B مستوى اقتراض  $F^B$  حيث:  $F^B \leq b$ ، يمكن الوصول إلى التوازن على مستوى السوق، حيث يكون مستوى الاقتراض في الشركات من النوع A أكبر من مستوى

الاقتراض في الشركات من النوع B، وهو ما يدلّ على أنّ نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي تعتبر إشارة جيّدة على نوعية الشركات. وسوف لن يكون من مصلحة المسيرين في كلتا النوعين من الشركات تغيير مستوى الاقتراض في الهيكل التمويلي لأنّ عوائد المسيرين المرتبطة بتبليغ الإشارة الصحيحة، تكون دوماً أكبر من العوائد المحقّقة في حالة تبليغ إشارة خاطئة، بمعنى آخر تكون عقوبة الإفلاس التي يتحمّلها المسير في حالة تبليغ إشارة خاطئة أكبر من العائد الذي تحقّقه تلك الإشارة.<sup>1</sup>

2- هياي (نفور) المسيرين من الخطر: طرح كل من *Pyle & Leland* (1977) فكرة أن نوعية المؤسسة يُشار إليها بقسط الأموال الخاصة الذي يملكه المسيرون، فكّما كانت توقّعاتهم بأنّ التدفّقات النقدية المستقبلية للمؤسسة عالية، زادت حصّتهم في رأسمالها، ويعمدون في نفس الوقت للاقتراض من أجل الاستفادة من أثر الرفع الموجب، وبالتالي يكون الاقتراض إشارة عن النوعية الجيدة للمؤسسة.

ولقد حاول كل من *Pyle & Leland* (1977) صياغة المسألة رياضياً على النحو التالي<sup>2</sup>:

ليكن هناك مشروع استثماري يتضمن تكاليف استثمارية K وعوائد مستقبلية  $\mu + \bar{X}$  حيث:

$\mu$  : هي القيمة المتوقّعة للمشروع في نهاية الفترة و  $\bar{X}$  : متغيّر عشوائي بمتوسط 0 وتباين  $\sigma^2$ .

علماً أنّ نسبة مساهمة المسيرين في ملكية المشروع هي  $\alpha$ ، حيث يسمح لهم موقعهم في الشركة من الحصول على معلومات خاصة عن المشروع تمكّنهم من تقدير قيمة  $\mu$  بشكل جيّد عكس باقي المستثمرين في السّوق الذي لديهم توزيعات احتمالية ذاتية عن  $\mu$ .

سيكون مقدار الحصّة التي يمتلكها المسيرون في المشروع إشارة جيّدة لباقي المستثمرين في السّوق عن جودة المشروع وقيّمته السوقية المتوقّعة والتي تحتسب بدلالة  $\alpha$  على النحو التالي:

$$V(\alpha) = \frac{1}{1 + r'} [\mu(\alpha) - \lambda] \quad \dots (16 - 2)$$

<sup>1</sup> ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص61.

<sup>2</sup> Hayne E. Leland And David H. Pyle, « **Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation** », *The journal of finance*, Vol.32. N<sup>o</sup>.2, 1977, pp.372-375.

حيث :

$r'$  : معدّل الفائدة متضمّن الخطر.

$\mu(\alpha)$ : العائد الحقيقي المتوقع المقدّر من طرف السّوق بدلالة نسبة مساهمة المسيرين في المشروع  $\alpha$ .

$\lambda$  : علاوة الخطر المطلوبة بدلالة التغيّرات في عوائد المشروع  $\bar{X}$ .

نفترض أن  $\mu(\alpha)$  دالة تفاضلية وأنّ بإمكان المُسَيّر الاستثمار في محفظة سوقية بالإضافة إلى مساهمته في المشروع الذي يُشرف عليه بالإضافة إلى ذلك فإنّ السّوق تنافسي بشكل تام. حيث يبحث صاحب المشروع على تعظيم منفعته المتوقّعة من الثروة مع احترام:

- الهيكل التمويلي للمشروع أو المؤسسة؛

- حصّته في أسهم المشروع أو المؤسسة؛

- حصته في محفظة السوق والأصول بدون خطر.

يجب أن تفي خياراته الاستثمارية بقيود ميزانته. وتكون ثروته في بداية الفترة على النحو التالي:

$$W_0 + D + (1 - \alpha)[V(\alpha) - D] - K - \beta V_M - y = 0 \quad \dots (17 - 2)$$

حيث:

D: الديون.

K: التكلفة الرأسمالية للمشروع.

$V_M$ : قيمة محفظة السوق.

$\beta$ : النسبة التي يمثلها المسير في محفظة السوق.

إذا تم قبول هذه المشروع في هذه الحالة، فإنّ ثروة صاحب المشروع في نهاية الفترة تتحدّد من خلال عوائد الاستثمار في المشروع، السوق والأصول بدون خطر:

$$W_0 = \alpha[\bar{X} + \mu - (1 + r)D] + BM + (1 + r)y \quad \dots (18 - 2)$$



من خلال تعويض  $y$  بقيمتها في المعادلة (2-18) و  $V(\alpha)$  بقيمتها في المعادلة (2-17) نجد:

$$W_1 = \alpha[\bar{X} + \mu - \mu(\alpha) + \lambda] + \beta[M - (1+r)V_M] + (W_0 - K)(1+r) + \mu(\alpha) - \lambda$$

حيث،  $M$ : هي العائد العشوائي لمحفظه السوق.

وتصبح المسألة القرارية للمسيّر من النوع المتفائل على النحو: Maximise  $E[\mu(W_1)]$

ويتم تحديد المحفظة المثلى بناء على :

$$\beta^* = \beta^*(\mu) \quad \text{و} \quad \alpha^* = \alpha^*(\mu)$$

حيث  $B^*$  و  $\alpha^*$  هي الحصص المثلى في المشروع و محفظة السوق.

أظهر كل من *Leland & Pyle* أن  $\mu(\alpha)$  ترتفع مع  $(\alpha)$  بشكل يُظهر أن المؤسسات الأكثر لجوءاً للاقتراض هي أيضاً التي تكون مساهمة المسيّر في رأس المال كبيرة وهي تتميز بنوعية جيدة، حيث أنّ ارتفاع مستوى الاقتراض في المؤسسة يعكس إرادة المسيّر بعدم تخفيض حصّتهم في أسهم الشركة وهم بالتالي يرسلون إشارة للسوق على أرباح متوقعة مرتفعة ومستقبل واعد للمؤسسة التي يُشرفون عليها.

### 3- تفاعل قرارات التمويل و الاستثمار :

يعتبر *Majluf & Myers* (1984) هما أول من أدخل تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل في نموذج التشوير. حيث أظهر أن المستثمرين إذا كانوا أقلّ إعلاماً حول قيمة أصول المؤسسة مقارنة بالمساهمين الحاليين، فإنّ الأسهم العادية للمؤسسة يمكن أن تقيّم بأقل من قيمتها في السوق. فعندما تلجأ المؤسسات ذات النوعية الجيدة لتمويل مشاريعها الجديدة عن طريق إصدار أسهماً عادية، ستكون الأسهم المصدرة جرّاء ذلك أقلّ تقييماً إلى حد كبير، حيث أنّ المستثمرين الجدد سيستفيدون أكثر مما توقّره هذه المشاريع الاستثمارية من قيمة حالية صافية وهذا ما يؤدي إلى خسارة مالية للمساهمين الحاليين ويمكن أن يؤدي ذلك إلى رفض مشاريع استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة.

واستنتج *MYERS* (1984) نظريته التي تُصنّف تمويل المؤسسات إلى تنظيم ترتيبي، وحسبه لكي تتجنب المؤسسة الوقوع في حالة نقص في الاستثمارات فإنها تتّجه أولاً، للجوء إلى التمويل الداخلي وتأتي في المرتبة الثانية القروض بدون خطر ثم تأتي القروض الخطرة و أخيراً يمكن أن تلجأ المؤسسة لإصدار أسهم عادية.

### ثانياً: نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل (Pecking Order Theory (POT)

تعود جذور هذه النظرية لدراسة قام بها *Donaldson* (1961) حول السلوك التمويلي للشركات ، حيث لاحظ من خلال دراسة قام بها على عينة من الشركات الأمريكية الكبيرة أنّ هذه الأخيرة تفضّل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وذلك باحتجاز جزء من صافي الأرباح لاستعماله في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، وعليه استنتج أنّ ترتيب مصادر التمويل طويلة الأجل تكون حسب أفضليتها للشركات، وهذا التفضيل يرجع بالأساس لتكاليف المعاملات التي تخلق تفاوتاً في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركة.<sup>1</sup> وكما جاء بدراسة *Majluf & Myers* (1984) و *Myers* (1984) فإن الشركات تُظهر تدرّجاً في استخدامهما لمصادر التمويل، فهي تفضّل أولاً أن تستخدم التمويل الداخلي الذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات على التمويل الخارجي لأنه أرخص مصدر تمويل ولا يترتب عليه تكاليف إصدار ولا يواجه معارضة كما هو الحال في إصدار السندات والأسهم العادية. وفي حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي في تغطية الاحتياجات التمويلية فإن الشركات تلجأ للاقتراض عن طريق إصدار سندات الدين ومن ثم إصدار السندات القابلة للتحويل لكونها أقلّ تكلفة من الأسهم العادية وأخيراً كمالاً أخيراً تلجأ الشركات لإصدار الأسهم العادية.<sup>2</sup>

ويرى *Majluf & Myers* أنّ السبب الرئيسي الذي يدفع الشركات إلى انتهاج أسلوب التدرّج في استعمال مصادر التمويل يرجع أساساً، إلى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية في سوق الأسهم، حيث أنّ التمويل الداخلي لا يطرح مشكل عدم تماثل المعلومات الذي قد يُكفّر

<sup>1</sup> فداء موسى محمد أبو راشد، "المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 2014، ص17.

<sup>2</sup> مصطفى عبد الله أحمد القضاة، "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 2008، ص11.

الشركة غالبا. أما طرح أسهما جديدة فيترتب عنه مشكلتين أساسيتين؛ تتمثل المشكلة الأولى في صعوبة تحديد سعر الإصدار المناسب للسهم، أما المشكلة الثانية فتتمثل في الإشارات السيئة التي يحملها هذا الإجراء إلى سوق رأس المال، حيث أنه في ظل المعلومات الخاصة عن الشركة المتوفرة لدى المديرين ولا يعلمها المستثمرون، سيسود الاعتقاد بأن أسهم الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها وهو ما يترتب عنه انخفاضا في أسعار الأسهم المتداولة في السوق. في حين أن إصدار الشركة لديون خالية من الخطر من أجل تمويل استثماراتها المقترحة لن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في السوق وهو ما يتسق مع مصلحة حملة الأسهم الحاليين.<sup>1</sup>

وخلافا لنظرية الموازنة، فإن نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل لا تنص بوجود هيكل تمويلي أمثل، بسبب عدم تماثل المعلومات من جهة، وعد ثبات نسب الاقتراض الفعلية في الهيكل التمويلي مع مرور الزمن من جهة أخرى.<sup>2</sup>

ولقد تم طرح الكثير من النماذج والمقترحات لتعديل نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل لتلائم تنوع خصائص المؤسسات وخصائص البيئة المحيطة بها. وفي هذا الإطار طرح *Myers* نموذجا معدلا، ينطلق من تنبؤات نظرية عدم تماثل المعلومات ثم يتم بعد ذلك إضافة عناصر نظرية الموازنة الساكنة. وعليه يقترح *Myers* إصدار الأسهم إذا كانت تكاليف عدم تماثل المعلومات قليلة أو إذا كانت أسعار الأسهم مرتفعة بشكل غير طبيعي، حيث أنها قد تكون مقيمة بأكثر من قيمتها أو بسعرها العادل في السوق. حيث أن على الشركات أن تأخذ بعين الاعتبار هيكلها التمويلي في الأجل الطويل عكس ما هو عليه الحال في النموذج البسيط لنظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، الذي لا يتضمن نسبة استنادة مستهدفة في حين أن النموذج المعدل ينص على إمكانية أن يكون للمؤسسة هيكل تمويلي مستهدف مؤقت من أجل احتياجاتها المستقبلية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, N<sup>o</sup>.13, 1984, pp. 219-220.

<sup>2</sup> Ting Ting Zhu, « Capital structure in europe: Determinants, Market timing and Speed of adjustment », Unpublished doctoral dissertation, University of Leicester, London, United Kingdom, 2014, p.29.

<sup>3</sup> Sung Hee Lew, « An investigation of the most appropriate capital structure theory and leverage level determinants », Unpublished doctoral dissertation, the university of edinburgh, United Kingdom, 2012, pp.29-30.

واقترح *Fama & French* (2005) أن توازن المؤسسات في نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل المركبة بين تكاليف التمويل الحالية وتكاليف التمويل المستقبلية المتوقعة، وبالتالي فإنه من المفترض أن تلجأ المؤسسات إلى تخفيض قيمة القسائم الموزعة على المساهمين وتخفيض مستوى رافعتها المالية مع إصدار المزيد من الأسهم عندما تكون تكاليف الوكالة منخفضة. وفي المقابل، فإنها تعمل على زيادة حجم الأرباح المحتجزة لرفع قدرتها الاقتراضية لتمويل استثماراتها الكبيرة في المستقبل. وعليه يمكن النظر إلى النموذج المقترح من *Fama & French* على أنه مزيج بين نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر ونظرية الموازنة. وحسب هذا النموذج المعدل فإنه يمكن أن يكون للمؤسسة هيكل تمويلي مستهدف من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية المستقبلية.<sup>1</sup>

بعبارة أخرى فإن نظرية الموازنة تنصّ على هيكل تمويلي أمثل يؤدي إلى رفع قيمة للمؤسسة في حين أن نسب الاستدانة المستهدفة المؤقتة في النموذج المعدل لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تؤدي إلى تخفيض تكاليف التمويل.

---

<sup>1</sup> Ibid, p30.

## المبحث الرابع: أهم الاسهامات الحديثة في مجال نظرية التمويل

عرف مجال البحث في نظرية تمويل المؤسسة الاقتصادية، إسهامات علمية حديثة حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة بالاعتماد على ما أفرزته النظريات الإدارية والمالية الحديثة مثل نظرية تكاليف المعاملات ونظرية الخيارات وغيرها. وتعدّ نظرية توقيت السوق من أهمّ المساهمات الحديثة التي قدّمت طرحاً نظرياً متكاملًا أثبت مصداقيته في الكثير من الدراسات التطبيقية على مستوى العالم.

### المطلب الأول: نظرية توقيت السوق Market Timing Theory

تعتمد نظرية توقيت السوق، التي وضعها *Baker & Wergler* (2002) على فكرة أن الهيكل التمويلي للشركات في فترة زمنية معيّنة، ما هو إلا محصلة للقرارات التمويلية التي اتخذت في الفترات السابقة بحسب الظروف التي كانت سائدة في السوق المالي، وعليه فإن الشركات لا تلجأ للاقتراض أو إصدار أسهم إلا إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك. وعلى الرغم من أن هذه النظرية لا تحدّد الطريقة المناسبة لتشكيل الهيكل التمويلي الأمثل داخل المؤسسة إلا أنها تُظهر بعض الخصائص المميّزة لسوق رأس المال وظروف الاقتصاد الكلي داخل البلد والتي من شأنها أن تؤثر على تصميم الهيكل التمويلي للشركات المدرجة في بورصة القيم.<sup>1</sup>

وفقاً لهذه النظرية، فإنّ إدارة الشركة تُصدر أسهمًا استناداً إلى الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة، حيث أنّه إذا كانت الأسهم مقيّمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب فيكون من الأفضل للشركة اللجوء للاقتراض وإذا كانت مقيّمة بأكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة إصدار أسهما جديدة.<sup>2</sup> أي أنّ هذه النظرية تفترض أن لمسيّري المؤسسة القدرة على تحديد الفترات التي تكون فيها تكاليف إصدار الأسهم منخفضة بسبب التقييم المرتفع لأسهم المؤسسة من

<sup>1</sup> Serghiescu, L and Văidean, V.L., «Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis », *Procedia Economics and Finance*, N<sup>o</sup>.15, 2014, pp.1447-1457, available at: <http://www.sciencedirect.com> . (Accessed: 20 /2/ 2016).

<sup>2</sup> عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية من 2004-2011"، مجلة العلوم الاقتصادية كلية الإدارة والاقتصاد، م 10، ع 37، جامعة البصرة، العراق، 2014، ص ص 81-110.

طرف السوق. كما يمكن لهم، أيضا، تحديد الفترات المناسبة لإصدار السندات بناء على التكاليف المرتبطة بالقروض والأموال الخاصة.<sup>1</sup>

ولقد وجدا كل من *Baker & Wergler* أنّ هناك علاقة عكسية بين معدّل الاستدانة الحالي والمتوسط المرجح لنسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية السابقة وهو ما يؤكد، حسبهما، أن الهيكل التمويلي للشركة لا ينتج أبدا عن سياسة قائمة على تحديد نسبة مستهدفة للاقتراض كما هو منصوص عليه في نظرية الموازنة الساكنة، أي أنّ قرارات التمويل في الماضي والتي بُيت على أساس توقيت السوق، ستؤثر بشكل مستمر في الهيكل التمويلي.<sup>2</sup>

ولقد أثارت النتائج التي توصل إليها كل من *Baker & Wergler* الكثير من ردود الفعل المؤيِّدة والمعارضة بناء على نتائج الدراسات التجريبية التي تم إنجازها على الشركات المدرجة في الأسواق المالية خاصة الأمريكية منها. ولقد جاءت نتائج دراسة كل من *Huang & Ritter* (2009) متوافقة مع طرح *Baker & Wergler* ، حيث تم إجراء الدراسة على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية في الفترة الممتدة ما بين 1964 و 2001 وأظهرت النتائج أن إدارة الشركات في العينة لجأت بشكل كبير إلى إصدار الأسهم من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية عندما كانت تكاليف اللجوء إليها أقل من تكاليف الاقتراض بسبب انخفاض علاوة الخطر للأموال الخاصة، وهو الأمر الذي كان له تأثيرا على تشكيلة الهيكل التمويلي في الفترات اللاحقة، و استغرق الأمر فترة زمنية متوسطة (3.7 سنة في المتوسط) حتى عادت تلك الشركات إلى نسبة الاقتراض المستهدفة.<sup>3</sup>

من جهة أخرى أيد كل من *Kayhan & Titman* (2004) و *Aydogan* (2004) و *Hovakimian* (2004) الطرح القائل بوجود تأثير لتوقيت السوق في الاختيارات التمويلية للمؤسسة، إلا أنّهم لم يتفقوا مع *Baker & Wergler* حول التأثير المستمر لهذا العامل في تشكيل الهيكل التمويلي. وفي نفس السياق أشار كل من *Roberts & leary* (2005) و *Alti* (2006)

<sup>1</sup> Mazen Kebewar, « La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses theoriques et empiriques sur donnees de panelfrançaise », thèse de doctorat non publiée, Université D'orléans, France, 2012, p19.

<sup>2</sup> Zhaoxia Xu, «The impact of market timing on canadian and u.s. firms' capital structure », Working Paper, Bank of Canada, Working Paper 2009, available at: [http:// www.bank-banque-canada.ca](http://www.bank-banque-canada.ca). (Accessed: 20 /02/ 2016)

<sup>3</sup> Rongbing Huang and Jay R. Ritter, «Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment», *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol 44, N° 2, Apr. 2009, pp. 237-271

على أن الشركات الأمريكية تسارع لإعادة التوازن لهيكلها المالية وتعود مجددًا إلى نسبة الاستدانة المستهدفة وهو ما يعني أن تأثير توقيت السوق على الهيكل التمويلي يبقى تأثيرًا مؤقتًا فقط.<sup>1</sup>

و في دراسة استقصائية أجراها كل من *Mahajan & Tartaroglu* (2008) حول السلوك التمويلي للشركات في الدول السبع الأكثر تصنيعًا في العالم (G7)، أظهرت أن العلاقة بين القيم التاريخية لنسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والهيكل التمويلي، علاقة عكسية في أغلب هذه الدول. لكن الشركات في هذه الدول باستثناء اليابان تقوم بتصحيح هيكلها التمويلية بعد كل إصدار للأسهم وهو ما يعني أن تأثير توقيت السوق على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي قصير الأجل و يصبح بدون مفعول بعد مرور أقل من خمس (5) سنوات.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: الهيكل التمويلي ومراقبة الشركات

مع تزايد أهمية أنشطة السيطرة والاستحواذ (Takeover) بين الشركات منذ عام 1980 ظهرت عدة نماذج مالية حاولت الربط بين الهيكل التمويلي للشركات ومحاولات السيطرة عليها، على أساس أن للأسهم العادية حقوق للتصويت (ومن ثم الرقابة)، في حين ليس للديون أو السندات مثل هذه الحقوق.<sup>3</sup> وتعتبر مساهمات كل من *Harris & Raviv* (1988) و *Stulz* (1988) و *Israel* (1991) من أهم النماذج النظرية التي حاولت تفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركة ومحاولات السيطرة عليها.

### أولاً: نموذج *Harris & Raviv* (1988)

طرح كل من *Harris & Raviv* (1988) الفكرة الأساسية التي مفادها أن الإدارة الحالية للشركات المستهدفة بالسيطرة عليها (Takeover Target) يمكن لها أن تؤثر على نوع محاولة السيطرة (من خلال العروض العامة للشراء) واحتمال نجاحها من خلال استخدام استراتيجيات مقاومة

<sup>1</sup> Agha Jahanzeb and al, «Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: a comprehensive review of capital structure theories», *International Journal of Management and Commerce Innovations*, Vol. 1, N<sup>o</sup>. 1, March 2014, pp. 11-18.

<sup>2</sup> Gabriela Bredea , «Testing the impact of market timing on the romanian firms' capital structure », *Procedia Economics and Finance*, N<sup>o</sup> 3, 2012, pp138 – 143, Available at: [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com) (Accessed: 11 /7/2016).

<sup>3</sup> جميل بدير الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

مختلفة، تتوقف على أساس الموازنة بين المكاسب المحتملة في قيمة المؤسسة الناتجة عن التحسن في تخصيص الموارد من خلال عملية السيطرة من جهة، وخسارة المنافع الشخصية التي يضمنها الاستمرار في إدارة الشركة من جهة أخرى.<sup>1</sup>

فحسب *Harris & Raviv* فإنَّ إحداث تغيير في الهيكل التمويلي من خلال زيادة نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، يعتبر من الآليات المضادة للسيطرة على اعتبار أن لأصحاب الأسهم حقوق تصويت في حين أن مُقرضي المؤسسة لا يحوزون هذه الحقوق، وهو ما سيؤثر على توزيع الملكية داخل الشركة وينعكس على نتائج التصويت فيها ويحدّد من سيتحكم في موارد الشركة.<sup>2</sup> وبالتالي ستعمل إدارة الشركة الحالية على إعادة هيكلة مالية قصيرة الأجل للهيكل التمويلي من أجل التأثير على شكل أي محاولة للسيطرة ونتائجها حيث أنه، حسب هذا النموذج، سيلجأ المسكرون الحاليون إلى زيادة عدد حقوق التصويت التي يملكونها في الشركة من خلال شراء الشركة بالاقتراض<sup>3</sup> (leveraged buyout).

### ثانياً: نموذج *Stulz* (1988)

أشار *Stulz* (1988) إلى أن هناك ثلاثة (3) أطراف فاعلة في أي عرض عام للشراء وهي: المسكرون الحاليون، المساهمون السليبيون والشركة المنافسة صاحبة العرض العام للشراء. وأكد *Stulz* على أن نسبة حقوق التصويت  $\alpha$  التي يحوزها المسكرون لها تأثير غامض على قيمة الشركة المستهدفة للسيطرة، حيث أن ارتفاع هذه النسبة سينعكس سلباً على قيمة الشركة لأنّه يخفّض من احتمالات نجاح محاولة الاستحواذ التي تتعرض لها الشركة من جهة. ومن جهة أخرى فإنّ علاوة السعر المصاحبة للعرض العام للشراء والتي يعرضها المتقدم بعرض الشراء لحملة الأسهم لشراء أسهمهم، سوف تزيد مع زيادة قيمة  $\alpha$ .<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Milton Harris and Artur Raviv, «Corporate control contests and capital structure», *Journal of financial economics*, Vol.20, 1988, pp55-86.

<sup>2</sup> Ibid, p.55.

<sup>3</sup> يقصد بشراء الشركة بالاقتراض سعي أعضاء الإدارة لامتلاك جزء من أسهم الشركة وتمويل عملية الشراء بالاقتراض.

<sup>4</sup> René Stulz, «Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, N° 1-2, 1988, pp24-54.



وعليه فإن نموذج *Stulz* ينصّ على أن علاوة السعر المقدّمة في عرض الشراء دالة متزايدة لنسبة حقوق التصويت التي تملكها الإدارة الحالية في الشركة المستهدفة للسيطرة، ومن ثم يُتوقع أن يسعى المديرون، عندما تصبح شركتهم أكثر عرضة للاستحواذ، إلى زيادة نسبة حقوق التصويت التي يحوزونها من خلال زيادة نسبة الديون في الهيكل التمويلي للشركة.

### ثالثاً: نموذج *Israel* (1991)

قدّم *Israel* (1991) نموذجاً لتفسير العلاقة بين محاولات السيطرة والاستحواذ التي تستهدف بعض الشركات الاقتصادية وبين تزايد نسب القروض في الهياكل التمويلية لهذه الشركات المُستهدفة. حيث توصل إلى أنّه مع تراجع القوّة التفاوضية للمساهمين في الشركة المستهدفة بمحاولة السيطرة، تلجأ الإدارة القائمة للشركة باللجوء إلى المزيد من الديون في تمويلها من خلال طرح سندات، وهو الإجراء الذي من شأنه أن يؤدي إلى تعظيم القيمة المتوقعة للشركة المستهدفة بالسيطرة، حيث أنّه عندما يبدأ مقدّم العطاء (الشركة التي تسعى للسيطرة) بعملية الاستحواذ فإنّ ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركة المُستهدفة ويرفع من قيمتها السوقية. وعليه فإنّ مستوى الاقتراض الأمثل في الهيكل التمويلي يعتمد على الموازنة بين انخفاض احتمال تحقّق السيطرة مقابل ارتفاع نصيب حملة أسهم الشركة المستهدفة بالسيطرة من مكاسب عملية السيطرة.<sup>1</sup>

و تتمثّل أهم المضامين التجريبية لتنبؤات نموذج *Israel* فيما يلي:<sup>2</sup>

- يتناقض احتمال أن تصبح الشركات أهدافاً للسيطرة مع استخدام الرفع المالي.
- عندما تبدأ مباريات السيطرة، يُتوقع أن تزيد أسعار أسهم الشركات المستهدفة وقيمة ديونها وقيمة الشركة التي تسعى للسيطرة.
- يزداد نصيب الشركة المسيطرة في إجمالي مكاسب عملية السيطرة بزيادة درجة الرفع المالي للشركات المستهدفة بالسيطرة.
- أثناء عملية السيطرة، قد تحدث تغييرات إضافية في أسعار الشركات المستهدفة، وتبلغ القيمة المتوقعة لهذه التغييرات صفراً ويتناقض تباينها مع استخدام الرفع المالي بهذه الشركات.

1 H. Kent Baker and Gerald S. Martin, « **Capital structure and corporate financing decisions : Theory, Evidence, and Practice** », JohnWiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2011, p.82.

<sup>2</sup> جميل بدير علي الخولي، المرجع السابق ، ص82.

المطلب الثالث: مساهمة نظرية الخيارات ونظرية تكاليف المعاملات في تفسير قرارات التمويل

لقد حاول الكثير من كتاب الإدارة المالية استخدام المفاهيم والأدوات التي أنتجتها نظرية الخيارات ونظرية تكاليف المعاملات لصياغة وتفسير نماذج اتخاذ قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية، وهذا بغية الإلمام بعوامل أخرى تؤثر في اختيار الهيكل التمويلي وتمّ إغفالها في النظريات السابقة.

أولاً: نظرية الخيارات وقرار التمويل

1- مفهوم الخيارات وأنواعها: تعرّف الخيارات بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق و لكن ليس الإلزام لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في/ أو قبل تاريخ محدد سلفاً. من هذا التعريف يتبين أنّ العقد بين طرف مشتري الحق وطرف بائع لهذا الحق وللمشتري حقّ الحرّية المطلقة في ممارسة هذا الحقّ أو عدم ممارسته مقابل حصول المشتري على هذا الحق فلا بد من دفع ثمن لقيمة الميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق و هذا الثمن يسمى علاوة.<sup>1</sup> وتنقسم الخيارات إلى نوعين وفقاً لموعد التنفيذ وهما<sup>2</sup>:

أ- عقد الخيار الأمريكي: هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله الحقّ في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محدّدة و بسعر محدد مُسبقاً ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد و إنّما خلال فترة محدّدة. وهذا يعني بأنّ مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال عمر الحق (خلال مدة استحقاقه).

ب - عقد الخيار الأوربي: وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ حيث يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ. علماً أنّ هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أنّ هناك خيارات أوروبية يمكن التعامل بها في شيكاغو وهناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس. ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما :

<sup>1</sup> محمد على إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 597

<sup>2</sup> زكرياء سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ط1، دار النفائس، عمان، 2009، ص153.

النوع الأول: خيار الشراء (Call Option): وهو الذي يعطي لحامله الحق، وليس الإلزام، في شراء كمية معيّنة من الأصول، كأوراق المالية و السلع العينية، بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم تنفيذه إما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الأوربي)، أو أي وقت يشاء خلال عمر العقد (الخيار الأمريكي) ، مقابل مكافأة متفق عليها.<sup>1</sup>

النوع الثاني: خيارات البيع (Put Option): وهو عقد أو اتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه مشتري خيار البيع ومحرره، إما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الأوربي)، أو في أي وقت يشاء خلال عمر العقد (الخيار الأمريكي)، ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب مشتري خيار البيع ذلك واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

## 2- مساهمة نظرية الخيارات في تحليل قرار التمويل:

عندما يتم تمويل جزء من الاحتياجات المالية للشركة بالقروض، فإنه يمكن النظر إلى الأموال الخاصة على أنها خيار شراء على الأصل الاقتصادي قام المساهمون بشراؤه من المقرضين.<sup>3</sup> حيث لا يصبح أصحاب المؤسسة ملاكاً حقيقيون للأصل إلا بعد تسديد ما عليهم من ديون اتجاه الدائنين، ولهم الحق وليس الإلزام بتسديد قيمة ما عليهم من ديون بحكم مسؤوليتهم المحدودة.

عند تاريخ الاستحقاق، يكون المساهمين أمام خياران، إما تنفيذ خيار الشراء وتسديد ما عليهم من ديون للدائنين أو التخلي عن هذا الخيار، ويكون ذلك في حالة إفلاس الشركة، وهذا من خلال تنازلهم عن المؤسسة لصالح الدائنين مقابل القرض الممنوح، وهو ما يمكن تحليله كعملية بيع للأصل الاقتصادي للدائنين بسعر يتوافق مع المبلغ غير المسدد من الدين. وتنفيذ هذا الخيار بالبيع ما هو إلا ممارسة لمسؤوليتهم المحدودة التي يكفلها لهم القانون.

أما من وجهة نظر الدائنين، فإنه يمكن اعتبارهم، من خلال إقراضهم للمؤسسة، على أنهم قد استثمروا في أصل بدون خطر وقاموا ببيع خيار بيع عن هذا الأصل للمساهمين بسعر تنفيذ يعادل

<sup>1</sup> محفوظ جبار، "أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات"، ج2، مرجع سبق ذكره، ص756.  
<sup>2</sup> هشام فوزي العبادي، "الهندسة المالية بالتركيز على الخيارات نحو سوق مال / مدخل إسلامي"، مُتاح على الموقع [www.docstoc.com/doc](http://www.docstoc.com/doc) (تاريخ الاطلاع 2013/12/20).

<sup>3</sup> Jean- Albert collomb, « Finance d'entreprise », Editions ASKA, Paris , France, 1999, p.151.

قيمة الديون المستحقة، حيث سيجد الدائنون أنفسهم ملاً للأصل في حالة لم تتمكن المؤسسة من تسديد القرض.<sup>1</sup>

قبل تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة فإنه من الضروري تقييم مختلف تشكيلات الديون والأموال الخاصة الممكنة لتمويل المؤسسة، وهذا التقييم يمر عبر تحديد خصائص المشروع ومعرفة معدل الفائدة دون خطر. إذ أشارت *Morgues* (1991) إلى أنّ أهمّ الأسئلة التي يطرحها المساهمين والدائنين من أجل تحديد شروط كل عقد من العقود الممكنة تكون على النحو الآتي<sup>2</sup>:

- ✓ ما هي قيمة خيار الشراء التي يجب دفعها من طرف المساهمين؟ حيث تتوافق هذه القيمة مع الأموال الخاصة المقدمة من طرف المساهمين للمؤسسة والتي تستعمل في تمويل المشروع.
- ✓ ما هي قيمة خيار البيع أو خيار الفشل الذي يجب على الدائنين دفعها للمساهمين؟ أو بعبارة أخرى ما هي علاوة الخطر، إذا كان هناك خطر بالنسبة للدائنين؟
- ✓ ما هو معدل الفائدة على الديون الذي ينتج من خيار الفشل (خيار البيع) أخذاً بعين الاعتبار المعدل دون خطر للسوق؟

يمكن الإجابة عن هذه التساؤلات من خلال تطبيق نموذج *Black et Scholes* (1973) الخاص بتقييم الخيارات، والذي يقوم على الفرضيات التالية:

- ✓ معدل الفائدة دون خطر ثابت.
- ✓ الخيار من النوع الأوروبي ولا يمكن تفيذه قبل تاريخ الاستحقاق.
- ✓ خلال فترة حياة الخيار، لا تُدفع أي قسيمة من قسائم الأرباح.
- ✓ لا توجد ضرائب ولا تكاليف معاملات.
- ✓ هناك إمكانية للبيع على المكشوف.
- ✓ قيمة الأصل الاقتصادي تتبع قانون اللوغاريتم الطبيعي.

انطلاقاً من تنبؤات النموذج، بيّنت *Morgues* (1991) ما يلي:

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen , Op.cit, p.775.

<sup>2</sup> Nathalie Mourgues, « L'analyse du financement de l'entreprise selon la théorie des options, Revue française d'économie », vol. 6, N° 4, 1991.p.105.

✓ علاوة الخطر للديون، ممثلة بقيمة خيار البيع، تتخفف بانخفاض حجم القروض في تمويل المشروع؛ حيث أنه مع تراجع الأهمية النسبية للقروض في الهيكل التمويلي، تتخفف احتمالات خسارة الدائنين لأموالهم في المؤسسة وهو ما يجعلهم يُطالبون بعلاوة خطر أقل.

✓ يوجد حالتين للهيكل التمويلي للمؤسسة، الحالة الأولى يتحمل فيها المساهمون كل خطر المشروع الذي يتم تمويله. أما الحالة الثانية، فيتم فيها تقاسم خطر النشاط بين المساهمين والدائنين.

في ظل هذه الظروف، يرتبط الهيكل التمويلي للشركة بثلاثة عوامل أساسية هي، تقاسم المخاطر بين المساهمين والدائنين، وخطر المشروع المراد تمويله وطبيعة الضمانات المقدّمة من طرف المؤسسة.

في الواقع فإنّه في حالة رفض الدائنون المشاركة في خطر المؤسسة، فإنّهم سيحدّدون حدّاً أقصى لنسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي وهذا الأخير يصبح يتشكّل في أغلبه من الأموال الخاصة. في المقابل فإنّهم إذا قبلوا المشاركة في خطر المشروع المراد تمويله، فإنّ المساهمة النسبية للقروض في التمويل ستكون مرتفعة ويطلب الدائنون في هذه الحالة بعلاوة خطر، تعادل قيمة خيار البيع وتكون مرتبطة طردياً مع حجم الديون، وبدرجة نفور المقرضين من الخطر.

في المقابل، فإنّ حجم الاقتراض سيرتفع إذا كان بمقدور المؤسسة تقديم ضمانات كافية لدائنيها، وهو ما يعمل على تخفيض مخاطر الفشل التي يتحمّلها الدائنون وتساهم بالتالي في تخفيض معدّل العائد المطلوب على هذه الديون، وفي هذه الحالة فإنّ قيمة خيار البيع يُسدّد مُسبفاً.<sup>1</sup> كما بيّن كل من *Galais & Masulis* (1976) أن إصدار المزيد من الديون يؤدي إلى خفض قيمة خيار الشراء بسبب ارتفاع سعر تنفيذه، ويترتّب عن ذلك أنّ للديون أثر سلبي على قيمة المؤسسة.

وعليه فإنّ نظرية الخيارات ساهمت بتحديد العلاوة المطلوبة عن القروض الخطرة، كما اقترحت محدّدات جديدة للهيكل التمويلي تمثّلت في تقاسم المخاطر بين حاملي السندات والمساهمين، خطر المشروع المراد تمويله وطبيعة الضمانات المقدّمة من طرف المؤسسة.

<sup>1</sup> Salah Eddine Kartobi, Op.cit, p.106.

ثانيا: نظرية تكاليف المعاملات وقرار التمويل

1- مفهوم تكاليف المعاملات: إنّ مفهوم تكاليف المعاملات (الصفقات) التي تشكّل أساس التحليل لدى الاقتصادي الأمريكي *Olivier Williamson* (1988) تتضمن مجمل التكاليف الناتجة عن العقود التي تتعلّق بانتقال الملكية بين الأفراد أو بين المنظّمات، حيث تنتج هذه التكاليف عن العديد من العوامل السلوكية وغير السلوكية.<sup>1</sup> وتقوم نظرية المعاملات على الفرضيات السلوكية التالية<sup>2</sup>:

✓ الرشادة المحدودة: يعتبر *Simon* (1937) هو أول من طوّر مفهوم الرشادة المحدودة، والمقصود بها عدم قدرة المتعاملين على الحصول على كافة المعلومات وعدم معرفة وتوقع ردود أفعال العمّال والموردين والزبائن والمنافسين بشكل دقيق.

✓ الانتهازية: يعتبر *Alchian & Demsetz* (1972) هما من أول من أشار إلى مفهوم الانتهازية، والمقصود به أنّ المتعاملين، في ظل العقلانية المحدودة، يتصرّفون وفقا لمصالحهم الشخصية، حتّى ولو استدعى ذلك خداع الأطراف الأخرى. وقد ينشأ السلوك الانتهازي قبل إبرام العقد، من خلال إخفاء المعلومات وعدم الكشف عن النوايا، وقد يكون بعديّاً من خلال مخالفة بعض بنود العقد.

2- تطبيق نظرية تكاليف المعاملات في تحليل قرارات التمويل: لقد طبّق *Williamson* مفاهيم نظرية تكاليف المعاملات في تفسير قرارات التمويل واعتبر أنّ الأموال الخاصة والقروض عبارة عن هياكل حوكمة\* للمعاملات التي يترتب عنها تمويل الاستثمار في المؤسسة، وليس مجرد أدوات مالية متنافسة أو تبادلية يتم تحليلها من منطلق تكاليف الوكالة الخاصة بها.<sup>3</sup> وأكّد أن البديل التمويلي الأمثل هو الذي يخفّض تكاليف تعاملات المؤسسة مع باقي الأعوان في السوق، حيث أن هذه التكاليف تتأثّر كثيرا بخصوصية الأصول المراد تمويلها. حيث يمكن القول عن أصل ما أنّه يتمتّع بخصوصية، عندما يتم استعماله من طرف الأعوان الاقتصاديين في صفقة (معاملة) واحدة فقط ولا

<sup>1</sup> عبد الفتاح بوخمخ، "نظريات الفكر الإداري تطور وتباين ام تنوع وتكامل"، المؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 2012.

<sup>2</sup> Michel Ghertman, « *Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction, Revue française de gestion* », Vol.1, n° 142, 2003, p.5. Disponible sur: <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2003-1-page-43.htm>. (Consulté le 15/07/2016).

\* العبارة الأصلية بالإنجليزية: Governance structures

<sup>3</sup> Salah Eddine Kartobi, Op.cit, p.101.

يمكنهم استخدامه في صفقات أخرى دون تحمّل تكاليف عالية، أي لا يُمكن أن يُعاد استخدامه في معاملات أخرى بتكلفة أقل من الاستثمار في أصول جديدة. وبالتالي فإنّ اختيار مصدر تمويلي معين يتحدّد بدرجة خصوصية الأصول المراد حيازتها، وهذا يعكس ضمناً علاقة قرارات التمويل بقرارات الاستثمار في المؤسسة.

وبالتالي فإنّه إذا تعلّق الأمر بتمويل أصل ذو مستوى منخفض نسبياً من الخصوصية، فإنّه من الملائم تمويله بالقروض لأنّه في حالة الإفلاس يمكن بيع ذلك الأصل بسعر جيّد وهو ما يحفّز الدائنين المحتملين للمساهمة في التمويل. أما إذا تميّز الأصل المراد تمويله بخصوصية أكبر فإنّه لن تكون هناك فائدة كبيرة للمؤسسة في اللجوء للاقتراض، حيث أنّ الدائنين المحتملين على علم بأن قيمة الأصل ستكون متدنّية عندما تنتقل إليهم ملكيته، ويصعب عليهم في هذه الحالة إعادة بيعه عند تصفية الشركة، الأمر الذي سيدفعهم للمطالبة بعلاوة خطر مرتفعة ويحاولون فرض شروطهم في عقد القرض من أجل حماية أنفسهم من خطر عدم التسديد. وبالنتيجة، فإنّ المؤسسة مخيرة بين التخلّي عن اكتساب الأصل الذي يتميّز بالخصوصية لإرضاء الدائنين، وهو الأمر الذي يساهم في تخفيض قيمتها والإضرار بمصالحها الاقتصادية، أو اللجوء إلى تمويل اقتناء ذلك الأصل بالأموال الخاصة عن طريق إصدار أسهم وهو الحلّ الذي تقترحه نظرية تكاليف المعاملات.

ويتفق طرح *Williamson* مع ما جاء في نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل المقترحة من طرف *Myers & Majluf* ولكنّه أضاف إليها فكرة أنّ ترتيب مصادر التمويل من حيث الأولوية في الاستعمال، سوف ينعكس في حالة تعلّق الأمر بتمويل أصول تتميّز بخصوصية أكبر. كما ساهمت نظرية تكاليف المعاملات في تدارك عجز نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل في شرح قرارات التمويل عند الشركات العاملة في قطاع التكنولوجيا المتقدّمة والتي تمتلك بشكل أساسي أصولاً غير ملموسة وتلجأ بشكل كبير للتمويل بإصدار أسهم. ولقد تمّ اختبار نظرية تكاليف المعاملة في الكثير من الدراسات التطبيقية، حيث تمّ استعمال نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول كمؤشّر عن درجة خصوصية الأصول، إذ أنّ النظرية نصّت على أنّ وجود أصول ثابتة لا تتمييز بالخصوصية في ميزانية المؤسسة من شأنه أن يدفع المؤسسة للجوء بشكل أكبر للاستدانة، بما أنّ هذه الأصول تشكّل ضمانات للدائنين.

## خلاصة الفصل

تعرّضنا في هذا الفصل لمختلف المداخل النظرية التي حاولت تفسير قرار التمويل داخل المؤسسة والطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي، من خلال التركيز على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف أساسي يتم اعتماده كمعيار للمفاضلة بين مختلف بدائل التمويل المتاحة.

إجمالاً هناك أربعة نظريات رئيسية قدّمت نماذج متكاملة لشرح الطريقة التي تتخذ بها المؤسسة قرارها التمويلي، والبداية كانت بنظرية *M&M* سنة 1958 التي أكّدت على حيادية الهيكل التمويلي في ظل افتراضات السوق الكامل، إلا أنّ طرحها النظري اصطدم بحقائق الواقع والتي تُشير إلى وجود عوامل مثل الضرائب وتكاليف الافلاس والوكالة، والتي تؤثر في اختيارات المؤسسات التمويلية وهو ما تبنته نظرية الموازنة والتي كانت من أولى النظريات التي ردت نتائج نظرية الحيادية وأكّدت على وجود هيكل تمويلي أمثل يتشكّل من خلال الموازنة بين المنافع الناتجة عن الوفّر الضريبي والتكاليف المتأثية من تكاليف الافلاس والوكالة. أما نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، التي كانت من نتائج الأعمال التي تمّت في إطار نظرية عدم تماثل المعلومات، فإنّها لم تُشر إلى وجود هيكل تمويلي أمثل، وإنّما وضعت سلماً تفضيلياً تتّعبه المؤسسة عند اختيارها لمصادر التمويل المختلفة، تعطى فيه الأولوية لمصادر التمويل الداخلي.

في المقابل فإنّ نظرية توقيت السوق أشارت إلى تأثير ظروف السوق في اختيارات المؤسسة التمويلية، حيث طرحت فكرة أن الهيكل التمويلي للمؤسسات في فترة زمنية معيّنة، ما هو إلا محصّلة للقرارات التمويلية التي اتخذت في الفترات السابقة بحسب الظروف التي كانت سائدة في السوق المالي.

ورغم ظهور كتابات وإسهامات جديدة حاولت تفسير الاختيارات التمويلية للمؤسسة بالاعتماد على النظريات الحديثة للإدارة والأسواق المالية، مثل نظرية الخيارات ونظرية تكاليف المعاملات، إلا أنّ المقاربات المقترحة لم تبعد كثيراً عن التنبؤات النظرية التي توصلت إليه النظريات الأربعة الرئيسية. بالإضافة إلى ذلك فإنّه لا يمكن لمقاربة واحدة أن يفسّر طرحها النظري كل السلوك التمويلي للشركة، فقد تنجح في تقديم إجابة عن سلوك تمويلي في مرحلة معيّنة ولكنها تعجز عن شرح طريقة تمويل المؤسسة لكل دورة حياتها.



## الفصل الثالث:

محددات الهيكل التمويلي في

المؤسسة الاقتصادية

## تمهيد

تتشارك عناصر كثيرة في تأثيرها على الطريقة التي يتم بها انتقاء مصادر التمويل المختلفة وفي نسبة كل واحد منها في المزيج التمويلي للمؤسسة، فمن هذه العناصر ما هو متعلق بالمؤسسة من حيث خصائص نشاطها وطبيعة ملكيتها ونتائج أعمالها وطريقة تسييرها، ومنها ما هو متعلق بخصائص البيئة المحيطة التي تنشط فيها المؤسسة.

ولقد أثارت الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال خاصة وأموال مقترضة في المؤسسة الاقتصادية اهتمام العديد من الأكاديميين، الذين قاموا بإجراء عدد كبير من الدراسات النظرية والتطبيقية حول محددات وخيارات الهيكل التمويلي للمؤسسات، مع التركيز على بعض العوامل المتعلقة بخصائص الشركات كالتنويع والحجم والمخاطر والسيولة وغيرها، وعدد قليل من الدراسات اهتمت بالمحددات على مستوى الدولة التي تمارس المؤسسة أعمالها فيها وقطاع نشاط الأعمال الذي تنشط فيه. كما نجد أنّ الدراسات التي تناولت محددات الهيكل التمويلي في دول الاقتصاديات النامية لا يزال عددها ضعيفا نسبيا مقارنة بعدد الدراسات التي اهتمت باقتصاديات الدول المتقدمة. أمّا عدد الأبحاث التي قامت بدراسة الهيكل التمويلي للشركات ومقارنته على مستوى عدّة دول فهو قليل جداً.

سيتم التطرق في هذا الفصل لمختلف العوامل المؤثرة في اختيارات المؤسسة التمويلية وفي الكيفية التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي، وهذا اعتمادا على نتائج مختلف الدراسات النظرية والتطبيقية التي اهتمت بهذا الموضوع، حيث سيتم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول: العوامل المؤثرة في تشكيل الهيكل التمويلي.**

**المبحث الثاني: تأثير عمر المؤسسة ودورة حياتها على الهيكل التمويلي.**

**المبحث الثالث: أسباب وطرق تعديل الهيكل التمويلي.**

## المبحث الأول: العوامل المؤثرة في تشكيل الهيكل التمويلي

يمكن تقسيم العوامل التي من شأنها أن تؤثر على اختيارات المؤسسة التمويلية وقراراتها المتعلقة بتصميم هيكلها التمويلي إلى عوامل داخلية تتعلق بخصائص المؤسسة، مثل الحجم وطبيعة النشاط ونتائج الأعمال وهيكل الأصول والشكل القانوني، وعوامل خارجية تتعلق بالمحيط الخارجي الذي تعمل فيه المؤسسة مثل العوامل المتعلقة بالدولة مكان النشاط وخصائص الصناعة التي تعمل فيها، وظروف السوق المالي الذي تصدر فيه أوراقها المالية.

### المطلب الأول: العوامل المرتبطة بخصائص المؤسسة

تفترض نظرية الهيكل التمويلي وجود مجموعة من المحددات التي ترتبط بخصائص المؤسسة، تُمارس تأثيراً على اختيارات المؤسسة التمويلية وتحكم الطريقة التي يتم بها تشكيل المزيج التمويلي. ورغم كثرة الدراسات التطبيقية التي حاولت اختبار قدرة هذه المحددات على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، إلا أن النتائج لاتزال غير متجانسة حول نوع وقوة العلاقة التي تربط كل محدد من هذه المحددات بنسبة الاقتراض في هيكل التمويل. ويمكن تبويب العوامل المرتبطة بخصائص المؤسسة إلى ثلاثة مجموعات رئيسية هي:

- العوامل المرتبطة بخصائص نشاط المؤسسة ونتائج أعمالها.
- العوامل المرتبطة بحجم المؤسسة وهيكل أصولها ودرجة تخصصها.
- العوامل المرتبطة بالوفورات الضريبية.

### أولاً: العوامل المرتبطة بخصائص نشاط المؤسسة ونتائج أعمالها

تضم هذه المجموعة من العوامل، أهم الخصائص المميزة لنشاط المؤسسة ونتائج أعمالها، والتي تتضمن أساساً: الربحية، مخاطر النشاط، معدل النمو، السيولة وسياسة توزيع الأرباح.

1- ربحية المؤسسة (Firm Profitability): اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية المؤسسات في هيكلها التمويلي، فوفقاً لتنبؤات نظرية الموازنة، يُتوقع أن تفضل المؤسسات ذات الربحية العالية التمويل بالديون على التمويل بالأموال الخاصة، بسبب الوفورات الضريبية التي

تجنبيها من خصم فوائد القروض من النتيجة قبل احتساب الضريبة على الأرباح من جهة، وقدرتها على تسديد أصل القرض وفوائده من جهة أخرى.<sup>1</sup> وعليه يُتوقع أن ترتبط نسبة القروض في الهيكل التمويلي طرديا بالعائد على الأصول قبل الفوائد والضرائب، حيث تخضع المؤسسات عالية الربحية لمعدلات ضريبة حدية مرتفعة وتتعرض لمخاطر إفلاس أقل نسبيا.

وعلى النقيض من ذلك، تُشير تنبؤات نماذج الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية (سالبة) بين الربحية الماضية للمؤسسة ونسبة الدين بالهيكل التمويلي، حيث يُتوقع أن تميل المؤسسات إلى استخدام الأموال المتولدة داخليا أولا من خلال احتجاز الأرباح، وبعد ذلك تلجأ إلى التمويل الخارجي وهذا يعني أن المؤسسات الربحة سوف تستخدم الرفع المالي بدرجة أقل مما يُشير إلى توقع علاقة سلبية بين مستوى الأرباح والرفع المالي.<sup>2</sup>

كما توصل *Barton & Gordon* (1988) إلى أن العلاقة العكسية بين ربحية المؤسسة والرفع المالي تتفق مع تنبؤات النظرية السلوكية\* للهيكل التمويلي والتي مفادها ان الإدارة تفضل التمويل بالمصادر الداخلية لرغبتها بالاحتفاظ بالمرونة المالية والتحرر من تزايد القيود والشروط التي يفرضها المقرضون في عقد القرض.<sup>3</sup>

**2- مخاطر النشاط (Operating Risk):** تعدّ الموازنة بين العائد والمخاطر، من أهم العوامل التي تحدّد نسبة الديون المستهدفة لكل مؤسسة. وتتمثّل مخاطر النشاط في كل من مخاطر الأعمال المرتبطة بعمليات التشغيل والمخاطر المالية الناجمة عن قرارات التمويل بالديون، وهما يمثلان في مجموعهما المخاطر الكلية التي تتعرض لها المؤسسة وتحدّد على أساسها نسبة الديون المستهدفة ومن ثمّ يمكن التأثير على مخاطر التمويل من خلال مخاطر الأعمال والعكس. وتعدّ مخاطر النشاط

<sup>1</sup> Réda Khelassi, « **Management financière : diversité et actions économiques** », Editions Houma, Alger, Algerie, 2011, p.99.

<sup>2</sup> علاء عبد الحسين صالح الساعدي، "هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه"، مجلة الاقتصاد الخليجي، ع23، جامعة البصرة، 2012، ص ص 158-136.

\* تركز هذه النظرية في تحليلها للقرارات المالية على الحدود الإدراكية للطبيعة البشرية من خلال مفهوم الرشد المقيد، على خلاف النظرية الاقتصادية التي تفترض السلوك الرشيد لجميع المتعاملين الاقتصاديين.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص176.

من أهمّ العوامل تأثيراً على مخاطر الأعمال فكّما ارتفعت مخاطر النشاط ارتفعت مخاطر الأعمال، ويُقصد بمخاطر النشاط مدى التغيّر في صافي ربح العمليات نتيجة التغيّر في قيمة المبيعات<sup>1</sup>

وتُظهر أغلب الدراسات التجريبية أنّ زيادة مخاطر النشاط يدفع بإدارة المؤسّسات إلى تخفيض نسبة الديون في هياكلها التمويلية والتوجّه نحو الاعتماد أكثر على الأموال الخاصة في التمويل لتفادي مخاطر ارتفاع احتمالات الإخفاق في الوفاء بالالتزامات المالية اتّجاه القرضين والوقوع بالتالي، في فخ الإفلاس.<sup>2</sup> في المقابل، فإنّه كلّما اتّسمت مبيعات المؤسّسة بالاستقرار كلّما كان ذلك حافظاً لها على زيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يُساعدها ذلك في التخطيط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحدّدة.<sup>3</sup> وبالتالي فإنّ العلاقة بين مخاطر النشاط والرفع المالي علاقة عكسية.

**3- معدّل النمو (Growth Rate):** يفترض *Titman & Wessels* (1988) وجود علاقة عكسية بين معدّل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل بالهيكل التمويلي وذلك لأنّ المؤسّسات التي تنتمي لصناعات واعدة تتّسم بتعدّد الفرص الاستثمارية، تتزايد بها تكلفة الوكالة للديون بمعدّلات أكبر في حالة تمويل هذه الفرص بالأموال المقترضة. ولما كانت تكلفة الوكالة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فإنّ الملاك قد يفضلون تمويل هذه الفرص الاستثمارية بالاعتماد على التمويل الذاتي.<sup>4</sup>

بينما تُشير تنبؤات نماذج الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل إلى أنّ المؤسّسات ذات معدّلات النمو العالية يُتوقّع أن ترتفع نسبة الديون بهياكلها التمويلية، حيث يميل المُقرض إلى إقراض المؤسّسة بالاعتماد على آفاقها المستقبلية المزدهرة. وقد أيدت الكثير من الدراسات التجريبية العلاقة

<sup>1</sup> سلمى على الدين سيد أحمد، "أثر قانون قطاع الأعمال على العوامل المؤثرة في الهياكل التمويلية للشركات" دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأعمال العام للغزل والنسيج"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2000، ص 119.

<sup>2</sup> Cuong, N.T and Canh, N.T, «The Factors Affecting Capital Structure for Each Group of Enterprises in Each Debt Ratio Threshold: Evidence from Vietnam's Seafood Processing Enterprises », *International Research Journal of Finance and Economics*, Mahé, Seychelles, N° 94, 2012, p.23.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص 165.

<sup>4</sup> جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 177.

الطردية بين معدّل النّمو ونسبة الديون بالهيكل التمويلي خاصة في حالة المؤسّسات ذات معدّلات النّمو العالية والتي تجد صعوبة في تمويل استثماراتها بمواردها المالية الذاتية فتلجأ للاقتراض.<sup>1</sup>

4- سيولة المؤسّسة (Firm Liquidity): تعبر السيولة عن قدرة المؤسّسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، سواء كانت متوقّعة أو غير متوقّعة، وذلك بالدرجة الأولى من خلال التدفّق التقدي العادي الناتج عن عمليّات التشغيل وبالدرجة الثانية من خلال الحصول على النقد من العمليات غير التشغيلية كزيادة رأس المال أو زيادة حجم الاقتراض أو الاثنين معا.<sup>2</sup>

وحسب نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، فإنّ العلاقة بين السيولة والاقتراض علاقة عكسية على اعتبار أن توفّر السيولة لدى المؤسّسة سيقلّل من حاجتها للاعتماد على القروض في التمويل.<sup>3</sup> في حين أكّدت بعض الدراسات التطبيقية أنّ المؤسّسات التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يُسهّل عليها الاقتراض، وبالتالي فإنّه من المفترض أن تكون العلاقة بينهما موجبة.

5- نسبة توزيعات الأرباح (Dividend Payout Ratio): يُقصد بالأرباح الموزّعة، ذلك الجزء من الأرباح الصافية الذي سوف تقوم الشركة بتوزيعه على حملة الأسهم لديها، وهو عبارة عن العائد على استثمار هؤلاء المستثمرين لأموالهم في الشركة.<sup>4</sup> وفقا لتنبؤات نماذج عدم تماثل المعلومات، فإنّه يُتوقّع أن تُرسل توزيعات الأرباح إشارات جيّدة إلى السّوق عن الأرباح الحالية والمتوقّعة مستقبلا للمؤسّسة وهو ما أكّده كل من Betty (1981) و Molini & Skottish (1983) حيث أثبتوا أن الاعلان عن زيادة أو تخفيض في التوزيعات يؤدي إلى تغيّرات مشابهة في أسعار الأسهم.

<sup>1</sup> Esen Kara and Duygu Acar Erdur, « Determinants of capital structure: a research on sectors that contribute to exports in turkey », *Istanbul University Journal of the School of Business*, Turkey, Vol 44, N° 2, 2015, pp.27-38

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، "مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى علمي"، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013، ص ص48-49.

<sup>3</sup> Esen Kara and Duygu Acar Erdur, Op.cit, pp.27-38.

<sup>4</sup> بهاء صبحي عواد، "أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة"، أطروحة دكتوراه غير مشورة، تخصص تمويل، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن، 2011، ص46.

بالإضافة إلى أثر عدم تماثل المعلومات، فإن الضرائب وتكاليف الإصدار والمعاملات يجعل السلوك التمويلي للمؤسسات يتوافق مع تنبؤات نماذج الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، حيث يتوقع أن تكون التكاليف المباشرة للأرباح المحتجزة أقل من تكاليف إصدار أموال خاصة جديدة، ومن ثم يتوقع أن تميل الشركات التي تدفع توزيعات أرباح مرتفعة في الماضي إلى زيادة القروض بهياكلها التمويلية.<sup>1</sup>

### ثانيا: العوامل المرتبطة بحجم المؤسسة وهيكل أصولها ودرجة تخصصها

حظيت العوامل المتعلقة بحجم المؤسسة وهيكل أصولها ودرجة تخصصها بقدر كبير من العناية والاهتمام في مختلف النظريات والدراسات التطبيقية التي حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة، نظرا للتأثير المباشر الذي تُمارسه هذه العوامل على قرار المؤسسة المتعلق بهيكلها التمويلي.

**1- حجم المؤسسة (Firm Size):** يُعتبر حجم المؤسسة من أهمّ المحدّات الرئيسية للهيكل التمويلي، حيث أنّ هناك عدّة أسباب تؤدي إلى الاعتقاد بوجود علاقة بين الهيكل التمويلي وحجم المؤسسة، فنجد أن تكلفة تمويل المؤسسات صغيرة الحجم مرتفعة مقارنة مع المؤسسات الكبيرة، والسبب في ذلك يرجع إلى عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة وخاصة المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون، حيث أنّه من غير المحتمل أن يكون بحوزة المقرضون البيانات الكافية والموثوق فيها عن المؤسسة طالبة القرض، وفي هذه الحالة فإن المؤسسات صغيرة الحجم ستواجه صعوبات كبيرة في ولوج سوق الاقتراض من الهيئات المالية أي أن عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة يعيق التمويل الخارجي لها.<sup>2</sup>

كما أشار *Smith* (1977) إلى أنّ تكلفة إصدار الأسهم والسندات يرتبط بحجم الشركة، حيث ترتفع تكلفة إصدار الأسهم والسندات نسبيا بالشركات صغيرة الحجم بالمقارنة مع الشركات كبيرة الحجم، ويضيف كل من *March* (1982) و *Ferry & Jones* (1979) إلى أنّ الشركات كبيرة

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 177-178.

<sup>2</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 369.

الحجم لها قدرة أكبر على خدمة الدين والاقتراض بشروط ميسرة، وبالتالي يُتوقع أن تزيد نسبة القروض بهياكلها التمويلية<sup>1</sup>.

كما تُشير نماذج الموازنة إلى وجود تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على مستوى الديون في هيكلها التمويلي، حيث نجد أن المؤسسات كبيرة الحجم تتميز بالتنوع في نشاطها مما يساهم ذلك في تقليل التقلّب في تدفقاتها النقدية ويجعلها أقلّ عرضة للإفلاس وبالتالي يُتوقع أن تعتمد المؤسسات كبيرة الحجم على استخدام مزيداً من الديون بهياكلها التمويلية<sup>2</sup>.

**2- هيكل الأصول (Asset Structure):** كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وهو ما أكدته *Marsh* (1982)، حيث يرى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية<sup>3</sup>. بالإضافة إلى ذلك، فإن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، يؤدي إلى ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بسبب حجم تكاليف اهتلاك الأصول الثابتة. وهذا ما يجعل أرباح المؤسسة شديدة الحساسية لأي تغيير صغير في المبيعات، وفي هذه الحالة يكون التمويل بالاقتراض عاملاً لزيادة التقلّب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين<sup>4</sup>.

إلا أنّ هناك من يرى عكس هذا الرأي، وهو ما ذهب إليه كل من *Scott* (1977) و *Titman* (1988)، حيث أشارا إلى أن الشركات التي تحوز على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة في هيكل أصولها والتي يمكن لها أن تقدمها كضمان للدائنين، ستلجأ إلى الاعتماد أكثر على

<sup>1</sup> جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 183.

<sup>2</sup> Olivier Colot., Mélanie Croquet et Laetitia Pozniak, « Déterminants des choix de financement et profils de PME », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, Vol.23, N°.1, 2010, pp. 97-115.

<sup>3</sup> جلال إبراهيم العبد، "العوامل المؤثرة على تشكيل الهيكل التمويلي في شركات القطاع العام التابع لوزارة الصناعة"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، 1992، ص 39.

<sup>4</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 620.



التمويل بالقروض بسبب سهولة الحصول عليه مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.<sup>1</sup> ويتأثر الدور الذي تلعبه الأصول الثابتة كضامن للأموال المقترضة بعاملين أساسيين هما<sup>2</sup>:

- ✓ نوعية سوق الأصول المستعملة ( سوق اليد الثانية second-hand market)، والتي تتحكم في سرعة وأسعار تسويق هذه الأصول المستعملة؛
- ✓ معدّل تدني وانخفاض قيمة هذه الأصول المستعملة، والذي يُؤثر على جاذبية هذه الأصول في حالة عرضها للبيع.

3- درجة التخصص (level of Specialization) : يُشير *Titman & Wessels* (1988) إلى أنّه كلّما اتّجهت المؤسسة نحو التخصص كلّما ارتفعت تكلفة الافلاس لديها، وذلك مقارنة مع مؤسسات أخرى مماثلة تتبّع سياسة التنويع. ولما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس، فإنّه من المتوقّع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على إنتاج منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكلها التمويلي تجنبًا لمزيد من المخاطر.<sup>3</sup>

### ثالثا: الوفورات الضريبية

يُعتبر الوفر الضريبي الذي تحقّقه المؤسسة نتيجة وجود ضريبة على دخلها، الحجّة الأولى للردّ على ما جاءت به نظرية حيادية الهيكل التمويلي، وهو أحد الدعامات الأساسية لنماذج الموازنة. وسواء تعلّق الأمر بوفورات ضريبية ناتجة عن الاقتراض أو وفورات ضريبية بديلة، فإن المؤسسة سوف تُحقّق مكاسب مالية من وراء هذه الوفورات الضريبية والتي ستؤدّي حتمًا إلى زيادة قيمة أرباحها الصافية.

1- الوفورات الضريبية للاقتراض (Debt Tax Shield): من بين أهم المزايا التي تتمتع بها القروض كمصدر تمويلي للمؤسسة، أن فوائدها تُعتبر من بين التكاليف التي تُخصم من الإيرادات

<sup>1</sup> Pedro Proença., Raul M. S. Laureano, and Luis M. S. Laureano, « **Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs** », *Procedia - Social and Behavioral Sciences*150, 2014, P.182-191. available at: <http://www.sciencedirect.com>. (Accessed: 07/05/2016).

<sup>2</sup> Stephen Lumby, Op.cit , p.382.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص165.

قبل حساب الضريبة على الأرباح، وهذا من شأنه أن يُؤلّد وفورات ضريبية تترك آثار إيجابية على النتيجة الصافية للمؤسسة.

وتشير تنبؤات نماذج الوفر الضريبي إلى أنه عندما تخضع أرباح المؤسسة للضريبة على الدخل فإنّ زيادة نسبة القروض بالهيكل التمويلي سوف تؤدي إلى انخفاض الضرائب المستحقة على المؤسسة (انخفاض العبء الضريبي) وبالتالي إلى ارتفاع التدفقات النقدية بعد الضريبة ومن ثمّ زيادة قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

ونظرا للعلاقة الطردية بين معدّل الضريبة والوفورات الضريبية، فإنّه من المتوقّع أن تعتمد المؤسسات ذات معدّلات الضريبة المرتفعة، على مزيد من الأموال المقترضة بهيكلها التمويلية مقارنة مع المؤسسات ذات معدّلات الضريبة المنخفضة، وبالتالي يُفترض وجود علاقة طردية بين معدّل الضريبة على أرباح المؤسسة، كمؤشّر للوفورات الضريبية للاقتراض، ونسبة الديون بهيكلها التمويلي.

**2- الوفورات الضريبية البديلة (Non Debt Tax Shield):** تُعدّ الوفورات الضريبية البديلة من الوفورات الضريبية الناجمة عن التكاليف الأخرى بخلاف أعباء القروض مثل أقساط الاهتلاكات والخسائر المرحّلة والاعفاءات الضريبية لأعراض تشجيع الاستثمار وغيرها، حيث تُخصم من حساب الأرباح والخسائر وتعدّ بمثابة وفر ضريبي بديل تستفيد منه المؤسسة، حيث يعتقد كل من *DeAngelo & Masulis* (1980) أنّ الوفورات الضريبية الناجمة عن أعباء غير أعباء القروض يمكن أن تكون بديلا عن الوفورات الضريبية التي تنتج عن التمويل بالقروض، ومن ثمّ فإنّ المؤسسات التي يمكنها تحقيق وفورات ضريبية مرتفعة بديلة، يتوقّع أن تتخفّض نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

<sup>2</sup> جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 50

### المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالدولة محل النشاط

لا تتأثر القرارات التمويلية بالعوامل الخاصة بالمؤسسة فقط، بل هناك متغيرات خارجية تتعلق بالدولة الذي تنشط فيها هذه المؤسسة، والتي تمارس تأثيرا كبيرا على كمية ونوعية الأموال المتاحة لتمويل المؤسسة وعلى تكلفة الحصول عليها.

### أولا: النهج الاقتصادي للدولة

تشير العديد من الدراسات إلى وجود تأثير للدولة التي تنشط فيها المؤسسة على نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي، حيث كشفت دراسة *Autonion et al* (2008) إلى أن اختيارات المؤسسة التمويلية تتأثر بالأوضاع الاقتصادية السائدة وبالتنظيمات والأعراف المعمول بها في الدولة التي تمارس فيها نشاطها.<sup>1</sup> كما أكدوا على أن نفس المحددات التي وردت في نظريات الهيكل التمويلي المعروفة، تؤثر على مستوى الاقتراض في الهياكل التمويلية للمؤسسات بنفس الطريقة ولكن بمستويات تأثير متفاوتة من دولة إلى أخرى.

كما برهن كل من *Collins & Seely* (1983) على أن الهياكل التمويلية للمؤسسات تختلف اختلافا كبيرا بحسب الأماكن التي يوجد فيها المقر الرئيس للشركة، حيث يمارس البلد مكان النشاط تأثيرا أكبر من تأثير قطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة. أما *Wald* (1999) فقد أشار إلى أن اختلاف الدولة محل النشاط قد يكو له تأثيرا على حساسية المؤسسة اتجاه احتمالات الإفلاس، حيث نجد أن الشركات العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر حساسية من احتمالات الإفلاس عن نظيرتها العاملة في اليابان، علاوة على ذلك فإن البلدان الأنجلوساكسونية (وخاصة الولايات المتحدة والمملكة المتحدة) تتبع، عموما، فلسفة الاقتصاد الجزئي الكلاسيكية\* للأسواق المالية مقارنة بالبلدان الأوروبية، وهو ما سينعكس على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل على ترابها.

<sup>1</sup> Sung Hee Lew, Op.cit, p.34.

\* تركز هذه الفلسفة اهتمامها على دراسة صنع القرار على مستوى المستهلك والشركات، ودراسة تفاعل المستهلك والشركات مع بعضهما البعض على اعتبار أنهما يفكران بعقلانية، حيث أن سلوك الفرد والشركات هما اللذان سيحددان فيما بعد كيف يعمل الاقتصاد عبر قنوات العرض والطلب في السوق الحر.

أما الاختلاف الثاني المتعلق بتأثير خصائص الدول على الهياكل التمويلية للمؤسسات فيتعلق بالنظام القانوني السائد في كل دولة، حيث نجد مثلاً أنّ القواعد القانونية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وكندا وأستراليا ونيوزلندا تقوم على نظام القانون العام، في حين أن فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، النمسا، اليابان وكوريا الجنوبية تعتمد في تشريعها على نظام القانون المدني\* حيث تمارس القوانين المطبقة تأثيراً على حقوق المساهمين والدائنين وتتعاكس بالضرورة على اختيارات المؤسسات التمويلية.

فضلاً عن ذلك، فإن الشركات تعتمد على طرق تمويل مختلفة بحسب البلد الذي تنشط فيه، فنجد الشركات التي تعمل في البلدان الأنجلو سكسونية تعتمد أكثر على الأسواق المالية في تمويلها، في حين نجد أن الشركات العاملة في الاقتصاد الأوروبي (بالخصوص فرنسا وألمانيا) تعتمد أكثر على البنوك في تمويلها. ومعلوم أنّ الشركات التي تلجأ أكثر للبنوك في تمويلها لها تكاليف وكالة أقلّ بين المقترض (المؤسسة) والمقرض (البنك) ولذلك نجد الشركات العاملة في الاقتصاد الأوروبي تعاني بدرجة أقل من مشكلة عدم تماثل المعلومات مقارنة بالشركات العاملة في الاقتصاديات الأنجلو ساكسونية، لأنّها تلجأ أكثر للبنوك للاقتراض بدلاً من التوجه لسوق السندات.

كما تتأثر الهياكل التمويلية للمؤسسات بالظروف السياسية لكل بلد، حيث أكد *Qi et al* (2010) على أن الأسواق المالية وتكاليف الاقتراض تتأثر بالحقوق السياسية وبحالة المؤسسات القانونية في كل دولة، حيث توصلت نتائج الدراسة المسحية التي قاموا بإجرائها على 39 دولة، إلى أنّه كلّما زادت الحقوق السياسية كلّما انخفضت تكاليف اقتراض المؤسسات بسبب الاستقرار في عقود الاقتراض وفي الأوضاع الاقتصادية الكلية التي تنتج عن الاستقرار السياسي في الدولة.

---

\* القانون المشترك بالإنجليزية *common law*، ويسمى أيضاً القانون الأنجلو-ساكسوني وأحياناً القانون العام، هو المدرسة القانونية التي تستمد جذورها من التراث القانوني الإنجليزي، ومجموعة القوانين النابعة من هذه المدرسة، ومن أبرز سماتها الاعتماد على السوابق القضائية كمصدر ملزم للتشريع، ويقابل هذه المدرسة مدرسة القانون المدني التي تستمد جذورها من التراث القانوني الأوروبي، مثل قانون نابليون وبالأخص القانون الروماني. وفي داخل الدول التي تتبع مدرسة القانون المشترك، يستخدم المصطلح بمعنى آخر أحياناً، حيث يطلق على القوانين العرفية غير المكتوبة فيكون القانون المشترك في هذه الحالة مقابلاً للقانون المكتوب الصادر من المجالس التشريعية.

ثانيا : متغيرات الاقتصاد الكلي

إنّ الكثير من الدراسات السابقة أهملت تأثير عوامل الاقتصاد الكلي في تشكيل الهيكل التمويلي للمؤسسات. حيث نجد مثلا أن التضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الخام لهما تأثير على اختيارات المؤسسة التمويلية. فعندما يكون معدل التضخم في دولة ما كبيرا أو عندما تكون وتيرة النمو الاقتصادي سريعة، فإنّ الشركات في تلك الدولة ستستخدم المزيد من الديون مقارنة بالشركات التي تعمل في الدول التي تتميز بركود اقتصادي أو هي في حالة استقرار اقتصادي.

وأشار كل من *Booth et al* (2001) إلى أنّ نسبة الالتزامات الجارية في الهيكل التمويلي للمؤسسة ترتبط إيجابا بالناتج المحلي الخام وترتبط سلبا بالتضخم، في حين أشار كل من *Stonehill & Stitzel* (1969) إلى أنّ اللجوء إلى الاقتراض بشكل مكثّف من شأنه أن يحدّ من تأثير مستويات التضخم المرتفعة. أما *Fatzpatrick & Qgden* (2011) فقد وجدا هما أيضا، أن الركود الاقتصادي للدولة يؤثر بشكل كبير على الشركات ذات معدلات الاستدانة المرتفعة.

وعند دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية للدولة على القرارات التمويلية للشركات العاملة فيها، يتم التركيز عادة، على المؤشرات الاقتصادية التالية:

- معدل التضخم.
- معدل النمو الاقتصادي.
- أسعار الفائدة.
- مستوى الناتج المحلي الخام.
- النظام الضريبي.

**1- معدل التضخم:** يُعرّف التضخم على أنه "الارتفاع في المستوى العام للأسعار الذي ينتج عن وجود فجوة بين حجم السلع المتاحة وحجم الدخول المتاحة للإنفاق"<sup>1</sup>، ويُشير عادة إلى أداء الحكومة

<sup>1</sup>سالم صلال الحسنوي، "الإدارة المالية في منظمات الأعمال"، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص76.

في الاقتصاد ويُفصح عن مدى استقرار العملة المحليّة، كما أن ارتفاع مستوياته يخلق حالة من عدم اليقين حول الأوضاع الاقتصادية المستقبلية للدولة ممّا يؤثّر على قرارات التمويل والاستثمار.

إنّ ارتفاع معدّل التضخم يزيد من مخاطر التمويل بالقروض بالنسبة للدائنين، لكون أنّ المدين يقتض مبلغا من المال ويعيده في فترة لاحقة بقيمة حقيقية أقل، ممّا يجعل المقرضون يُحجمون عن إقراض المؤسسات وهو ما سينعكس على وفرة التمويل بالقروض ويزيد في تكلفته، وبالتالي فإنّه من المُتوقّع أن يرتبط التضخّم سلبا بنسبة الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات.

وفي المقابل فقد أشار *Taggart* (1995) إلى وجود علاقة موجبة بين التضخّم والاقتراض بسبب خصائص قانون الضرائب، حيث يمكن أن تستفيد الشركات أكثر من الوفورات الضريبية إذا كان التضخّم كبيرا وهذا ما يتوافق مع تنبؤات نظرية الموازنة.

كما وجد *Frank & Goyal* (2007) أن الارتباط بين معدّل التضخم والاقتراض قد يكون إيجابيا في الحالة التي يتمكّن فيها المسيرّون من سداد ديونهم وعندما تكون معدّلات التضخم أعلى من أسعار الفائدة.<sup>1</sup> وعليه فإنّه يُتوقّع أن تستخدم المؤسسات مزيدا من الديون بهياكلها التمويلية خلال فترات التضخم نظرا لأن التكلفة الحقيقية للديون تتخفّف بسبب معدّلات التضخم.

**2- معدّل النّمّو الاقتصادي:** إنّ معدّل النّمّو الاقتصادي يمثّل مقياسا لفرص النمو المتاحة للمؤسسات في الاقتصاد، حيث بيّنت الكثير من الدراسات التجريبية على وجود ارتباط واضح بين النمو الاقتصادي للدول من جهة وبين نمو الشركات التي تعمل في هذه الدول من جهة أخرى.

وتعتبر الزيادة في حصّة الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، هي المؤشّر الرئيسي للنمو الاقتصادي، حيث يتمّ الحصول على هذه النسبة بقسمة الناتج المحليّ الإجمالي للدولة على عدد

<sup>1</sup> Tugba Bas, « Capital structure and debt maturity choices of firms in developing countries », Unpublished doctoral dissertation, Faculty Of Finance, Cass Business School , London, United Kingdom, 2012, p.58.

سكانها، وهذا يعتبر مقياساً نسبياً بين الدول ويتم استخدامه في تصنيف الدول من حيث تطورها ونموها من الناحية الاقتصادية.<sup>1</sup>

فعندما يكون اقتصاد الدولة في حالة ركود فإن الشركات تفضل التمويل من خلال الأسهم على غيرها من أساليب التمويل بالدين لأن المخاطر المرافقة للتمويل بالأسهم عادة ما تكون أقل من غيرها، في حين أنه عندما تكون الأوضاع الاقتصادية جيدة فإن الشركات تميل أكثر إلى التمويل من خلال الدين من أجل تسريع عملية النمو.

**3- مستوى الناتج المحلي الخام:** يسمح مؤشر الناتج المحلي الخام بمعرفة مستوى الدخل في البلدان المختلفة، وهو مؤشر واسع الاستخدام ويصف الاختلافات في الثروة بين البلدان المختلفة. ويعتبر أيضاً مقياساً عاماً للتطور الاقتصادي، فكلما زاد البلد ثراءً وازدهاراً كلما أدى ذلك إلى وفرة التمويل للمؤسسات الاقتصادية. كما أنه من المحتمل أن يكون من نتائج التطور الاقتصادي للبلاد أن تكون هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي الخام وزيادة نسبة الاقتراض في الهياكل التمويلية للمؤسسات.

**4- أسعار الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة تأثيراً مباشراً على قرارات الاقتراض، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة أصبحت الشركات أقل استعداداً لتمويل استثماراتها الجديدة بالقروض، حيث تعتبر تكلفة الأموال من المعايير الأساسية المستعملة في المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، وهو نفس ما ذهب إليه كل من *Brigham & Weston* (1993) اللذان أكدوا على وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة ونسبة القروض في الهياكل التمويلية للمؤسسات.

بالإضافة إلى ردة فعل المؤسسات لتغيرات أسعار الفائدة، فإن المقرضون هم أيضاً لديهم تفضيلاتهم الخاصة بهم، حيث أن زيادة التمويل بالقروض يؤدي إلى ارتفاع مخاطر المؤسسة، وهو ما يدفعهم للمطالبة بمعدلات فائدة أعلى أو أنهم قد يرفضون إقراض الشركة أصلاً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أيمن عبد الكريم الزعبي، محددات هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالية: حالة الأردن ودول مجلس التعاون الخليجي، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا بعمان، الجامعة الأردنية، 2014، ص 33.

<sup>2</sup> Tugba Bas, Opcit, p.59.

5- النظام الضريبي: يُمثل النظام الضريبي مجموع العناصر الإيديولوجية والاقتصادية والفنية التي يؤدي تراكيها معا وتفاعلها مع بعضها البعض إلى كيان أو وجود ضريبي.<sup>1</sup> ويرجع اختلاف النظم الضريبية بين الدول أساسا إلى اختلاف طبيعة النظم الاقتصادية في تلك الدول، حيث يعتبر النظام الضريبي جزءا من النظام المالي وهذا الأخير يعتبر جزءا من النظام الاقتصادي للمجتمع وبالتالي فهناك علاقة متعدية تربط بين النظام الضريبي والنظام الاقتصادي.

كما تختلف أهداف النظام الضريبي في الدول المتقدمة عن أهداف النظام الضريبي في الدول النامية، فنجد أنه يهدف في الأولى إلى تحقيق معدلات نمو مستمرة للحفاظ على مستوى الدخل المرتفع والقضاء على البطالة من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي والعدالة في توزيع العبء الضريبي، أما في الثانية فهو، إضافة إلى الأهداف السابقة، يهدف إلى بناء التنمية الشاملة وزيادة التصنيع نظرا لتخلف هيكلها وبنيتها الاقتصادية.<sup>2</sup>

ويترتب على قيام الدول بتبني أنظمة ضريبية مختلفة، تأثيرا متباينا على القرارات المالية التي تتخذ داخل المؤسسات التي تمارس أنشطتها على ترابها، بما فيها القرارات المتعلقة بالتمويل وصياغة الهيكل التمويلي.

### ثالثا: درجة تطور النظام المصرفي والأسواق المالية

تلعب الأنظمة المالية دورا حيويا في توفير المعلومات اللازمة عن فرص الاستثمار وتخصيص رأس المال. فهي تقوم بتعبئة المدخرات وجمعها، وبالتالي فهي تسهل التجارة، التوزيع وإدارة المخاطر. فبالإضافة إلى وظيفة توفير التمويل، فهي ترصد الاستثمارات وتمارس حوكمة الشركات وتسهل تبادل السلع والخدمات، وهذه الوظائف المالية تقوم بها جميع الأنظمة المالية، غير أن فعالية هذه الأنظمة في تأدية وظائفها تتفاوت من بلد لآخر، حيث أشارت العديد من الدراسات أن الشركات التي تعمل في بلدان ذات أنظمة مالية ضعيفة تجد صعوبة في الحصول على التمويل

<sup>1</sup> عزوز علي، "آليات و متطلبات تفعيل التنسيق الضريبي العربي " الواقع والتحديات"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2014، ص5.

<sup>2</sup> سالم صلال الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 103.



الخارجي. في حين نجد أن الدول ذات الأسواق المالية المتطورة تتسم باعتماد الشركات العاملة فيها على التمويل عن طريق الأسواق المالية بشكل يفوق لجوئها إلى المصارف، فيما تتميز الدول ذات الأسواق المالية الضعيفة بسعة انتشار الإقراض المصرفي.<sup>1</sup>

1- **درجة تطوّر النظام المصرفي:** يلعب النظام المصرفي دوراً محورياً في الحياة الاقتصادية للدولة والشركات العاملة فيها، حيث أنه يقوم بوظائف أساسية في الاقتصاد، تتمثل في تعبئة المدخرات ومنح الائتمان وإدارة المخاطر وتسهيل عملية التبادل ومراقبة مدراء الأعمال (المقترضين)، وهذا بفضل المعلومات الكثيرة المجمعّة لديه وهو بالتالي ينوب عن صغار المستثمرين في الشركات في متابعة أعمال الشركات والرقابة عليها. لهذا فإنّ درجة تطوّر النظام المصرفي في أي دولة يمكن قياسه بواسطة قدرة المصارف على تقديم الوظائف أعلاه بشكل جيّد وأن دراسة وتحديد درجة التطوّر المصرفي مهمّة جدّاً لغرض تحديد المساهمة النوعية والكميّة للمصارف في عملية التنمية الاقتصادية بشكل عام وتمويل المؤسسة الاقتصادية بشكل خاص.<sup>2</sup>

2- **حالة الأسواق المالية:** تُعتبر الأسواق المالية المصدر الرئيسي للتمويل الخارجي الذي تحتاجه المؤسسات، وتعرف بأنّها "مجموعة المنظّمات والاجراءات التي تسهّل تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها بين المستثمرين، وتلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في إعادة تخصيص الموارد المتاحة في المجتمع لسدّ احتياجات الوحدات الاقتصادية من التمويل وضمان تحقيق أعلى درجات النمو والتطوّر، دون الحاجة إلى الانتظار لحين وصول مدّخراتها إلى المستوى الذي يكفي لتلبية احتياجاتها المتجدّدة من التمويل".<sup>3</sup>

إنّ وجود الأسواق المالية سيُساهم في توفير السيولة وتوفير مصادر التمويل التي يمكن استخدامها في الاستثمار، كما أنّها تعمل على تحسين معايير إعداد التقارير المالية الصادرة من

<sup>1</sup> يوسف عبد الله عبد، دور الجهاز المصرفي في تطوير السوق الأولية في الأردن لمدة 1989-2012، مجلة الإدارة والاقتصاد، ع100، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2014، ص33.

<sup>2</sup> عمار حمد خلف، "قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، م17، ع64، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2011، ص182.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص78.

المؤسسات المدرجة في هذه الأسواق وتوفير المعلومات مما يعمل على زيادة ثقة المستثمرين للاستثمار في الشركات وزيادة ثقة الدائنين مما يجعل إقراض الشركات أقل خطورة.

ولقد وجد *Demirgüç-Kunt & Maksimovic* (1996) أنّ هناك علاقة سلبية بين مستوى تطوّر الأسواق المالية ونسب الاقتراض طويل وقصير الأجل إلى إجمالي الأموال الخاصة وعلاقة موجبة بين تطوّر البنوك ونسب الرفع المالي في المؤسسات.<sup>1</sup>

وكما جاء في نظرية توقيت السوق، فإن المؤسسات تختار الأوقات المناسبة لإصدار الأوراق المالية، حيث أنّه عندما تكون أسعار الأسهم مقيمة بقيمة تساوي أو تزيد عن قيمتها الحقيقية فإنّ الشركة تتخذ قرارا بالتمويل من خلال إصدار الأسهم، أمّا عندما تكون الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فإنّ الشركة تتخذ القرار بالتمويل من خلال الاقتراض.<sup>2</sup> وعليه، فإنّ الأسواق المالية النشطة التي تتميز بارترفاع في مؤشّراتها، ستشجّع الشركات المدرجة فيها على إصدار المزيد من الأسهم، وهذه الاستراتيجية ستجلب لهذه المؤسسات المزيد من التدفقات النقدية أكثر من الشركات المدرجة في الأسواق المالية الراكدة.

### رابعاً: النظام القانوني السائد

يؤثر النظام القانوني للبلد على القرارات المالية للشركات التي تمارس أعمالها فيه، حيث يمكن النظر لمالية الشركات على أنّها مجموعة من العقود بين الأطراف ذات المصلحة في الشركة، فحسب *M&M* (1958) فإنّ القروض والأموال الخاصة هي عبارة عن مطالبات قانونية لأصحابها على التدفّق النقدي للشركة.<sup>3</sup>

وعلاوة على ذلك فقد أشار كل من *Jensen & Mackling* (1976) إلى تباين أنواع العقود التي يمكن استعمالها لحل مشاكل الوكالة، والتي تنشأ بموجب القوانين المنظمة ودرجة تنفيذ الهيئات القضائية لهذه القوانين. وهكذا فإنّ الإطار القانوني في كل بلد ومدى فعاليته هو الذي يحدّد بشكل أساسي، حقوق حملة الأوراق المالية والمقرضين ويوفّر الحماية لهم.

<sup>1</sup> Tugba Bas, Op.cit p.70.

<sup>2</sup> أيمن عبد الكريم الزعيبي، مرجع سبق ذكره، ص27.

<sup>3</sup> Tugba Bas, Op.cit, p.65.

وتؤثر طبيعة النظام القانوني السائد في كل بلد على هيكل الملكية في المؤسسة، وعلى توزيعات الأرباح على المساهمين ووفرة التمويل الخارجي وتكلفته ومدى تقييم السوق المالي لأسهم المؤسسة. حيث نجد أن حقوق المساهمين في بلدان القانون العام أقوى من حقوق المساهمين في بلدان القانون المدني، وهذا ما يؤدي إلى تركيز أقل للملكية وزيادة رغبة المستثمرين في تقديم التمويل اللازم للمؤسسات مما يسمح بتخفيض تكاليف التمويل.

بالإضافة إلى ذلك فإن طبيعة النظام القانوني تؤثر، أيضاً، على نوع التمويل الخارجي الذي تلجأ إليه المؤسسة، حيث أشار كل من *Demirgüç-Kunt & Maksimovic* (1998) إلى دور النظام القانوني الفعال في حصول المؤسسات على التمويل طويل الأجل وهذا من خلال مساهمته في الحد من السلوكيات الانتهازية للأطراف الداخلية المسيرة للمؤسسة، بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات في الدول ذات الأنظمة القانونية القوية، والتي توفر حماية أكبر للمستثمرين أصحاب الأسهم والسندات، من المرجح أن تعتمد أكثر على الأموال الخاصة الخارجية وعلى القروض طويلة الأجل في تمويلها.<sup>1</sup>

ونتيجة لذلك، فإن الشركات في البلدان الذي يسود فيها القانون العام لها دوافع أكبر لاستعمال التمويل بالأموال الخاصة عن طريق الأسهم، مقارنة بالشركات في دول القانون المدني التي من المرجح أن تستعمل التمويل بالقروض. ولقد أظهر *La Porta et al* (1997) إلى أن الأنظمة المالية في دول القانون العام تركز بشكل أساسي على الأسواق المالية مقارنة مع الدول التي يسود فيها القانون المدني أو أنظمة قانونية أخرى.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: العوامل المرتبطة بقطاع النشاط

تُشير العديد من الدراسات إلى تأثير نوعية النشاط المُمارس من طرف الشركات على نسبة الاقتراض بهيكلها التمويلية، حيث كشفت دراسة *Shwartz & Aronson* (1967) عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل التمويلية للشركات التي تنتمي لنفس قطاع النشاط،

<sup>1</sup> Ibid, p.66.

<sup>2</sup> Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine, « Capital structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development », The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, United Kingdom, 2001, p.123.

بينما كشفت في ذات الوقت عن تباين في الهياكل التمويلية للشركات التي تنتمي لقطاعات نشاط مختلفة، وهو ما أكدته دراسة لاحقة لـ *Ferri & Jones* (1979) والتي أوضحت أن طبيعة النشاط تعد محددًا جوهريًا لهيكل الأصول، وبالتالي للهيكل التمويلي. إذ كشفت نتائج الدراسة عن أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلتها في الصناعات الخفيفة وهو ما أيّدته دراسة *Scott & Martin* (1975) ودراسة *Marsh* فيما بعد.<sup>1</sup>

#### أولاً: تأثير خصائص قطاع النشاط على محددات الهيكل التمويلي

يرتبط قطاع النشاط (الصناعة) بمحددات كثيرة للهيكل التمويلي والتي وردت في النظريات الرئيسية، مثل تكاليف الإفلاس، قيمة التصفية، عدم تماثل المعلومات، قيمة الضمان والاتجاهات الصناعية للاقتصاد الكلي. فنجد مثلاً، أن المؤسسات التي لها أصول ملموسة مثل شركات الفنادق وصناعة السفن، سيكون لها قيمة تصفية كبيرة عند إفلاسها وسيُساهم ذلك في تخفيض تكاليف عدم تماثل المعلومات لديها وهو ما يشجّعها على الاقتراض أكثر، عكس الشركات الأخرى التي لها نسبة أكبر من الأصول غير الملموسة.

وتوصّل كل من *Scott & Martin* (1975) من خلال دراسة أثر قطاع النشاط على الهيكل التمويلي للشركات الأمريكية خلال الفترة 1967-1972 في 12 قطاع صناعي إلى أهمية عوامل الصناعة في التأثير على قرارات الهيكل التمويلي وذلك بسبب وجود اختلافات واضحة في نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للمؤسسات بين القطاعات الصناعية المختلفة.

كما أشار *Graham & Harvey* (2001) إلى أهمية خصائص قطاع النشاط في التأثير على سياسة الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث وجد أنّ الشركات التي تعمل في نفس قطاع النشاط لها نسب اقتراض متشابهة، وأن معدّلاتها تبقى مستقرّة مع مرور الزمن.

<sup>1</sup> جلال إبراهيم علي العبد، مرجع سبق ذكره، ص 43.

\* يرادف مصطلح الصناعة القطاع الاقتصادي في الاصطلاح الحديث، ويشير أصلاً إلى الصناعات الاستخراجية والصناعات التحويلية، ولكنه اليوم يشمل أيضاً تقديم أي خدمة أو منتج مقابل ربح، مثلاً الصناعة المصرفية .

وهو نفس ما ذهب إليه كل من *Harris & Raviv* (1991) حيث أشارا إلى أنّ شركات الأدوية وشركات الصناعات الغذائية لها رفع مالي منخفض في حين أنّ شركات صناعة الورق وصناعة الحديد والصلب وصناعات الطيران لها رفع مالي مرتفع، وعلاوة على ذلك أظهر كل من *Hovakimiani et al* (2001) أنّ الشركات تقوم بتعديل نسب اقتراضها ببطء نحو متوسط الاستدانة في قطاع النشاط الذي تنتمي إليه.

ويتم قياس العوامل القطاعية أو الخاصة بالصناعة بناء على متغيرات مثل البحث والتطوير، والتفرد، وتطوير سوق المنتجات، والمنافسة السعرية. وأثبتت الأدلة السابقة تأثير هذه المتغيرات على الهياكل التمويلية للشركات التي تتفاوت بشكل منتظم ومعنوي بين الصناعات، مع وجود أنماط تمويلية متشابهة داخل نفس القطاع.<sup>1</sup> وعلى الرغم من وجود عدد قليل من الدراسات السابقة التي حاولت التعبير عن تأثير قطاع النشاط على الهيكل التمويلي في النماذج القياسية للدراسة بمتغيرات وهمية، إلا أنّ أغلب الدراسات لم تُعَرِّه اهتماماً لأثر العوامل الخاصة بقطاع النشاط على قرار تشكيل الهيكل التمويلي للشركات.

#### ثانياً: درجة تركّز الصناعة وازدهارها

وفقاً لـ *Beard & Dess* (1984)، فإنّ ازدهار قطاع النشاط يعني قدرة الشركات على الحفاظ على النمو المستمر. وقد وجد *Almazan & Molina* (2002) أنّ الاختلافات في الهياكل التمويلية موجودة أكبر في الصناعات التي لديها فرص نمو وفيرة، فالصناعات التي تعمل في بيئة تتسم بأرباحية عالية ستوفر لها وفرة من الموارد المالية وتميل هذه الصناعات إلى تحقيق مستويات عالية من الربحية. كما أنّ وجود علاقة إيجابية بين ازدهار القطاع النشاط والرافعة المالية يؤكد نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، والعلاقة العكسية تثبت نظرية الوكالة.

<sup>1</sup> Suresh Ramakrishnan, « Sectoral analysis on capital structure determinants among the malaysian listed firms », Unpublished doctoral dissertation, Deakin University, Australia, 2012, p.41.

أمّا تركّز الصناعة في قطاع اقتصادي معيّن، فيُقصد بها مدى تركّز الإنتاج في أيدي عدد محدود من المؤسّسات. وحسب العديد من الدراسات، فإن مستوى تركّز الصناعة يحدّد مقدار الرافعة المالية المستخدمة من قبل الشركات في استثماراتها، حيث وجد *Almazan & Molina* (2002) أن التغيّرات في الهيكل التمويلي تكون أكبر في الشركات التي تنتمي للصناعات شديدة التركيز. وبعبارة أخرى، فإن هذين النوعين من الصناعات، عالية التركيز ومنخفضة التركيز، يؤثّران على الرفع المالي للشركات بشكل مختلف.

### ثالثاً: نسبة الاقتراض في قطاع النشاط

تشير الكثير من الدراسات إلى متغيّر مهمّ يؤثّر على استعداد المقرضين لتقديم قروض إلى مؤسّسة ما ويتحكم بالتالي في نسبة القروض في الهيكل التمويلي، وهو متوسط نسبة الاقتراض على مستوى الصناعة التي تنتمي إليها المؤسّسة. حيث كشفت دراسة *Ferri & Jones* (1979) أن نسبة القروض في قطاع النشاط التي تنتمي إليه المؤسّسة تؤثّر في حجم القروض التي يمنحها الدائنون للمؤسّسة. وهو ما أكّدته دراسة *Koutsoyiannis* (1978) حيث أشارت على أنّه مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، فإن قدرة المؤسّسة على الاقتراض تزداد طالما لم تتخطى نسبة الاقتراض لديها نسبة الاقتراض في قطاع النشاط الذي تنتمي إليه.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> جلال ابراهيم علي العبد، مرجع سبق ذكره، ص46.

## المبحث الثاني : تأثير عمر المؤسسة ودورة حياتها على الهيكل التمويلي

يعتبر عمر الشركة ودورة حياتها من المفاهيم الأساسية التي يتم استخدامها بشكل واسع في العديد من التخصصات التي تهتم باقتصاد المؤسسة وإدارة أعمالها. حيث يتم في العادة، تقسيم دورة حياة الشركة وفقا لعدد من المعايير، إلى مراحل مختلفة ذات خصائص فريدة لكل منها وذلك جزاء التفاعل بين العديد من العوامل الداخلية والخارجية للمؤسسة.

ويشكل تصنيف دورة حياة المؤسسة إلى مراحل مع تحديد الفترة الزمنية التي قضتها في النشاط، مدخلا مهماً لتفسير القرارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وسياساتها المتعلقة بالهيكل التمويلي، حيث أثبتت الكثير من الدراسات التطبيقية على وجود علاقة قوية بين مراحل دورة الحياة والاختيارات التمويلية للمؤسسة.

### المطلب الأول: تأثير عمر المؤسسة على الهيكل التمويلي

يُقاس عمر المؤسسة بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيسها ومباشرة أعمالها، ويعتبر هذا المؤشر مقياساً أساسياً لسمعة المؤسسة وشهرتها وقدرتها على الاستمرار في النشاط الاقتصادي،<sup>1</sup> فكّما عمّرت المؤسسة أكثر زادت قدرتها في الحصول على القروض من الأطراف الخارجية، أي أنّ العلاقة بين عمر المؤسسة و بين نسبة المديونية في هيكلها التمويلي علاقة إيجابية حسب نظرية الموازنة.

على النقيض من ذلك، ترى نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أنّ العلاقة بين عمر المؤسسة و نسبة الاقتراض عكسية، بسبب مشكل عدم تماثل المعلومات الذي تعاني منه الشركات الحديثة في النشاط بشكل أكبر مقارنة بالشركات القديمة، وهو ما يدفعها للاعتماد أكثر على الأموال المقترضة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Faris AL- Shubiri **Determinants of capital structure choice: a case study of jordanian industrial companies**, An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities), Palestine, Vol. 24, N°8, 2010, P.2457-2494

<sup>2</sup> عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة، "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2000-2006)"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، م7، ع211، عمان، الأردن، ص233.

ومن الدراسات التطبيقية التي أكّدت على وجود علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة اقتراضها، نجد دراسة *Bourdieu & Colin-Sedillot* (1993) و *Johnson* (1997) والتي فسّرت ذلك بكون أن المؤسسات الأكبر سنًا تستطيع، أثناء فترة نشاطها الطويلة، تجميع أرصدة معتبرة من الأموال الخاصة من خلال عمليات التمويل الذاتي، تجعلها تستغني عن اللجوء إلى الاقتراض.<sup>1</sup>

وفي المقابل نجد بعض الدراسات التطبيقية توصلت إلى أن العلاقة بين عمر المؤسسة ومستوى الاقتراض في هيكلها التمويلي هي علاقة طردية، وهذا مثلما جاءت به دراسة *Edwards & Fischer* (1994) التي بيّنت أن علاقة الثقة الوطيدة التي تنشأ بين المؤسسة ودائنيها تجعلها تستفيد من معاملة تفضيلية وشروط ميسرة للحصول على القروض وهو ما يدفعها للاقتراض أكثر.

#### المطلب الثاني: تأثير دورة حياة المؤسسة على الهيكل التمويلي

تمر كلّ المؤسسات الاقتصادية تقريباً بنفس مراحل النمو، ولكل مرحلة من مراحل دورة الحياة خصائص مختلفة، تؤثر على الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وعلى وفرة مصادر التمويل المتاحة لها، وهو ما سينعكس بالضرورة على طريقة التمويل المعتمدة وعلى تشكيلة الهيكل التمويلي.

وتماشياً مع نمو المؤسسة ووصولها لمرحلة النضج، يُصبح بالإمكان التنبؤ بشكل صحيح بالاتجاهات التي يتبعها التدفّق النقدي للمؤسسة ودرجات تعرّضها للخطر، وتصبح التدفقات النقدية أكثر أهمية بدلالة قيمة المؤسسة ويقترب مستوى مخاطر المؤسسة من المستوى المتوسط لكلّ المؤسسات في قطاع النشاط.<sup>2</sup> وبالتالي فإن الاختيارات التمويلية للمؤسسة تعكس هذه التطورات.

<sup>1</sup> Sonia BEN JEMAA, « l'entreprise familiale tunisienne structure financière et problèmes de financement », Cahiers électroniques de l'ERCCI 29, 2008, p.9. disponible sur: <https://fr.scribd.com/doc/17300163/1-Entreprise-Familiale-Tunisienne>. (consulté le 28/04/2016)

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, Op.cit, p.690.



أولاً: العلاقة بين دورة حياة المؤسسة والهيكل التمويلي

لقد تم دراسة أثر دورة حياة المؤسسة على قراراتها التمويلية على نطاق واسع في الأدبيات المالية، حيث أنّ دراسة<sup>1</sup> *Pinova & Kaminkova* (2013)، حول أثر دورة الحياة على الهيكل التمويلي لشركات صناعة السيارات خلال الفترة 2002-2010 أين تمّ تقسيم دورة حياة المؤسسة إلى خمسة مراحل وهي: البداية، النمو، النضج، التراجع والانحدار وفقاً لمعيار قائمة الدفعات النقدية، توصلت إلى نتائج مشابهة لتنبؤات نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، وأشارت إلى أنّ المؤسسات في مرحلة البداية والنمو والانحدار تميل إلى استخدام مستويات أعلى من الديون في حين أنّ الشركات في مرحلة النضج تميل إلى استخدام مستويات أعلى من الأموال الخاصة.<sup>2</sup>

أما في دراسة *Salehnejad & Shahiazar* (2014) حول العلاقة بين دورة الحياة والهيكل التمويلي للشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2006-2011، فتم تقسيم دورة حياة المؤسسة إلى ثلاثة مراحل هي: النمو، الضج والانحدار وفقاً لمجموعة من المعايير هي، نمو المبيعات والانفاق الرأسمالي و قسائم الأرباح الموزعة وعمر المؤسسة، وتوصلت الدراسة إلى أنّ السلوك التمويلي للمؤسسات في مرحلة النمو يتفق مع تنبؤات نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل عكس ما هو عليه الحال بالنسبة للمؤسسات في مرحلتي النضج والانحدار.\*

كما خلصت دراسة *castro et al* (2014) والتي أجريت على عينة واسعة من الشركات في المملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وإسبانيا واستخدمت مقارنة *Dickinson* (2011) في تحديد مراحل دورة حياة المؤسسة، إلى أنّ المتغيرات التفسيرية التقليدية للهيكل التمويلي كالربحية والسيولة والوفر الضريبي وغيرها تتطور تدريجياً عبر مراحل حياة الشركات، ويتأرجح تفسير تأثيرها على الهيكل

1 Pavlína Pinková, Petra Kamínková, « **Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of czech automotive industry** », *Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Vol .34, N<sup>o</sup> 2, pp.255-260

2 Salehnejad Seyed Hasan, Shahiazar Mohammad Ali, « **The relationship between capital structure and the life cycle listed in tehran stock exchange** », *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review* 2014 Vol.3, N<sup>o</sup> 6, pp.76-86

\* تجدر الإشارة إلى وجود اختلاف في عدد مراحل دورة حياة المؤسسة بسبب تباين معايير التصنيف بين الكتاب والباحثين، وهو ما تسبّب في عد اتساق نتائج الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل التمويلي للمؤسسة بدورة حياتها.

التمويلي بين تنبؤات النظريات الثلاثة المعروفة، نظرية الموازنة الساكنة ونظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل ونظرية توقيت السوق.

### ثانياً: تأثير مراحل دورة حياة المؤسسة على اختياراتها التمويلية

بالنسبة للكثير من الباحثين ومن بينهم *Aswath Damodaran* ، هناك خمسة مراحل\* في دورة حياة المؤسسة، يجب على الإدارة المالية أن تكون على دراية بخصوصية كل منها من أجل وضع الخطط والاستراتيجيات التي تسمح لها بتغطية احتياجاتها التمويلية وفقاً لخصائص كل مرحلة من هذه المراحل.

**1- مرحلة الانطلاق:** تسمى مرحلة التأسيس أو الإنشاء ، وغالباً ما تستمر هذه المرحلة لمدة عام أو اثنين أو أكثر من ذلك بقليل، حيث تكون المؤسسة غير مدرجة في بورصة القيم المنقولة ويأتي معظم تمويلها اللازم من مؤسسي المشروع في شكل رأسمال اجتماعي مع امكانية الاستعانة بقروض بنكية. وتكون الاحتياجات التمويلية للمؤسسة محدودة، في الوقت الذي تسعى فيه المؤسسة لكسب الزبائن والتموقع في السوق.<sup>1</sup>

أمّا أسهل الطرق للحصول على التمويل الخارجي، فتكون عادة عن طريق هيئة عامة أو صندوق حكومي مُخصّص لدعم أصحاب المشاريع، كما يمكن اللجوء إلى مؤسسات إنمائية أو صندوق أو شركة أو فرد مهتم بالاستثمار في الشركات الناشئة أو مؤسسات رأس المال المخاطر\*

\* تجدر الإشارة إلى وجود اختلاف في عدد مراحل دورة حياة المؤسسة بسبب تباين معايير التصنيف بين الكتاب والباحثين، وهو ما تسبّب في عد اتساق نتائج الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل التمويلي للمؤسسة بدورة حياتها.

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, Op.cit, p.690.

\* يعدّ رأس المال المخاطر أحد أنواع رأس المال الاستثمار أو التمويل عن طريق الأموال الخاصة التي تهدف إلى تمويل مشروعات أو شركات تشتم بارتفاع درجة المخاطر ولا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض من المؤسسات المالية، ويقابل الارتفاع في المخاطر توقع تحقيق عائد مرتفع خلال المدة التي سيستثمر خلالها رأس المال المخاطر، الذي غالباً ما يدخل العملية الاستثمارية لا ليبقى وإنما ليخرج بعد فترة محدّدة لا تقلّ عن ثلاث سنوات ولا تزيد عن سبع سنوات. ويُفترض أن يكون عائد رأس المال المخاطر مرتفعاً لكي يعوّض المخاطر التي ترتبط بتمويل مشروعات جديدة أو التوسّع في مشروعات قائمة وكذا لكي يعوّض السيولة الضعيفة لأصول هذه الشركات. لمزيد من التفاصيل راجع: سامي عبد الباقي، "دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر"، موقع توعية المستثمر المصري، إصدارات الهيئة العامة للرقابة المالية في البورصة المصرية، جوان 2010، متاح على الموقع: <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/PDFs/Risk%20capital.pdf> (تاريخ الاطلاع 2017/09/01).

التي تُعتبر أحد بدائل التمويل المطروحة في هذه المرحلة. علما أن رأس المال المخاطر يهتم أكثر بالمشاريع التي تبشّر بنتائج واعدة عند تحقيقها. والمطلوب من المستثمر في هذه المرحلة هو إعداد خطة عمل تفصيلية بها توقعات واضحة للمبيعات والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة. ومن أكثر الصعوبات التي تواجه المؤسسات في هذه المرحلة هي الحصول على القروض المصرفية، حيث تتفادى معظم البنوك تمويل مشروعات جديدة ليس لها تاريخ راسخ في الأعمال وتفتقد إلى قاعدة من الأصول التي يمكن استخدامها كضمانات. وتعدّ المؤسسة في هذه المرحلة محفوفة بالمخاطر وأقلّ جاذبية للاستثمار إلا لبعض المستثمرين الذين يرغبون الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر والعائد .

**2- مرحلة التوسع والنمو:** حالما تتجح المؤسسة في جذب الزبائن وتثبت وجودها في السوق وتتجه نحو النمو والتطور، فإن احتياجاتها التمويلية ترتفع، وعندها تصبح غير قادرة على توليد تدفقات نقدية مهمة من نشاطها مع تزايد احتياجاتها للاستثمار. أمام هذا الوضع يتجه مالكي المؤسسة للبحث عن أموال خاصة جديدة أو الاستعانة بشركات رأس المال المخاطر لتغطية العجز في التمويل. كما نجد أن الشركات تلجئ لدخول البورصة من أجل الحصول على التمويل اللازم عن طريق طرح أسهم وتصبح بالتالي مؤسسات مدرجة.<sup>1</sup>

أما سلوك مؤسسات الإقراض أو البنوك فسيكون انتقائي في تمويل الشركات التي تمرّ بهذه المرحلة، إذ ستعتمد في قرار منح القروض على تقييم المخاطر التي تتطوي عليها المؤسسات طالبة التمويل والمخاطر التي تواجه قطاع النشاط التي تعمل فيه.

كما يوجد بديل آخر للتمويل في هذه المرحلة وهو رفع رأس المال الاجتماعي سواء باللجوء إلى الملاك الحاليين أو زيادة رأس المال عن طريق مؤسسات تمويل خارجية تنشط في مجال الاستثمار في أسهم الشركات أو مستثمرين استراتيجيين. وفي كل الحالات ستكون مؤسسات التمويل حريصة على تقييم إمكانيات النمو للمؤسسة والقيمة المستقبلية لها قبل الموافقة على منح التمويل اللازم للمؤسسة.

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, idem, p. 690.

3- **مرحلة النمو القوي:** مع التحوّل إلى مؤسسة مُدرّجة ومسرّعة في بورصة القيم، فإن عدد الخيارات التمويلية أمام المؤسسة سيرتفع. وعلى الرغم من الارتفاع السريع لرقم أعمال المؤسسة، فإن الأرباح ستسجّل تأخراً في التحصيل مقارنة برقم أعمال المؤسسة ونفس الشيء بالنسبة للتدفّق النقدي الذي يتولّد داخل المؤسسة والذي يسجّل تأخراً مقارنة بالاحتياجات المالية لإعادة الاستثمار.<sup>1</sup>

عموماً فإن المؤسسات المسرّعة في البورصة في هذه المرحلة ستهتم أكثر بإصدار الأسهم العادية والأشكال الأخرى من الأسهم، وإذا لجأت للاقتراض فأنّها ستستخدم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

4- **مرحلة النمو إلى النضج:** بعد مرحلة توسّع ناجحة، تكون المؤسسة قد ضمنت حصّة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة.<sup>2</sup> وحالما يبدأ النمو في الاستقرار، تستمر الأرباح والتدفقات النقدية في الارتفاع السريع نتيجة للاستثمارات السابقة، بالإضافة إلى انخفاض الحاجة للاستثمار في مشاريع جديدة. ونتيجة لذلك فإن مساهمة التمويل الذاتي في تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة سوف يرتفع، ويحدث تغيير في نوع التمويل الخارجي المستخدم، حيث ستميل المؤسسات أكثر، في هذه المرحلة، نحو استخدام الاقتراض في شكل قروض بنكية أو سندات لتمويل احتياجاتها التمويلية.

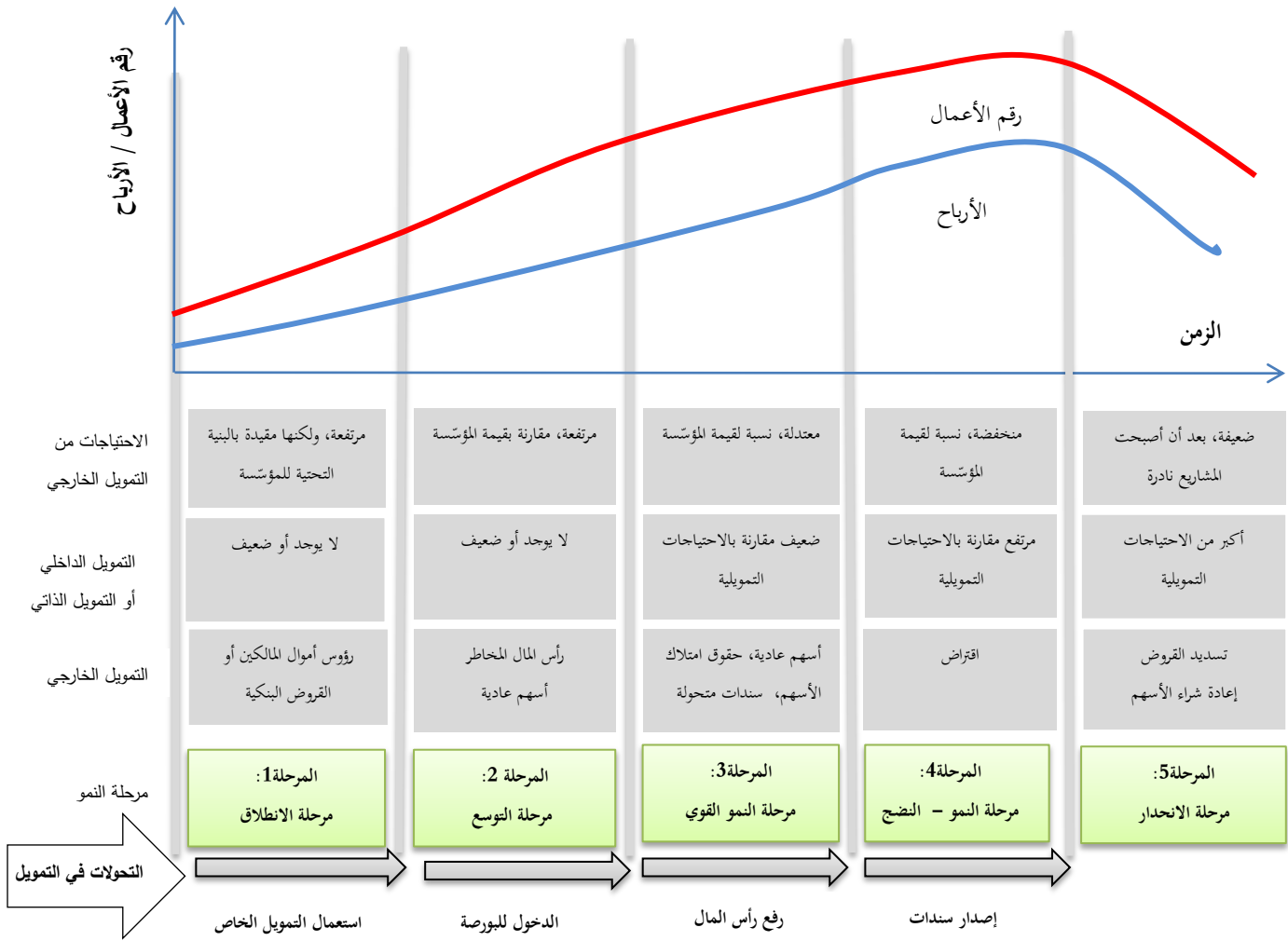
5- **مرحلة الانحدار:** إن المرحلة الأخيرة في دورة حياة المؤسسة هي مرحلة الانحدار، حيث تعرف مبيعات المؤسسة وأرباحها تراجعاً ملحوظاً بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها نظراً لفقدانها تنافسيتها في السوق، بالموازاة مع وصول نشاطها لمرحلة النضج. ونتيجة لاستمرار الاستثمارات السابقة في توليد التدفقات النقدية، ولو بوتيرة متراجعة، وتراجع حاجة المؤسسة لاستثمارات جديدة، فإنّ التمويل الذاتي سيّجّه لتجاوز الاحتياجات المالية لإعادة الاستثمار لدى المؤسسة. وتصبح المؤسسات أقلّ ميلاً لإصدار أسهماً جديدة أو سندات وأكثر ميلاً لتخفيف ديونها وإعادة شراء أوراقها

<sup>1</sup> Idem.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص22.

المالية.<sup>1</sup> يمكن عرض علاقة اختيارات التمويلية للمؤسسة مع دورة حياتها من خلال الشكل (1-3) الموالى:

الشكل (1-3): تمويل المؤسسة على حسب مراحل دورة حياتها



Source :Aswath Damodaran, Op.cit , p.691.

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, Op.cit, p. 691

### المبحث الثالث: أسباب وطرق تعديل الهيكل التمويلي

عادة ما تقوم المؤسسات بتعديل هيكلها التمويلية بشكل دوري، إما لمواكبة المتطلبات المالية والظروف الداخلية التي تمرّ بها، أو لمجاعة التقلّبات والتغيّرات التي تحدث في أسواق المال سواء من حيث وفرة التمويل وتكاليفه أو من حيث مستويات الأسعار السوقية للأسهم والسندات.

#### المطلب الأول: هيكل التمويل المستهدف

تعتبر نظرية الموازنة من أولى النظريات التي ناقضت نتائج نظرية *M&M* حول حيادية الهيكل التمويلي والتي أكّدت على وجود هيكل تمويلي أمثل ينبغي على المؤسسة السعي لبلوغه من أجل تعظيم قيمتها وهذا من خلال الموازنة بين منافع الاقتراض وتكاليفه.

ولقد جاءت العديد من الدراسات التجريبية لتدعم نظرية الموازنة، حيث أظهرت دراسة *Hovakimian et al* (2001) على عينة من الشركات الأمريكية أن الاختيارات التمويلية لهذه الشركات تتم وفقا لنظرية الموازنة، بحيث تقوم هذه الشركات بإجراء تعديلات مستمرة على هيكلها التمويلية من أجل بلوغ نسبة الاقتراض المستهدفة.<sup>1</sup> إلا أنهم أشاروا إلى احتمال أن تواجه الشركات صعوبات في سعيها لبلوغ معدّل الاستدانة المستهدف، بالإضافة إلى ذلك فإن معدّلات الاستدانة المستهدفة يمكن لها أن تتغيّر بمرور الزمن بسبب تغيّر الوضعية المالية للمؤسسة وتغيّر الأسعار السوقية لأسهمها.

كما أشارت دراسة *March* (1982) إلى أن الاختيارات التمويلية للمؤسسة تتأثر بشكل كبير بالاختلافات الموجودة بين نسب الاقتراض الحالية ونسب الاقتراض المستهدفة، كما أن المؤسسات تسعى للحفاظ على هيكلها التمويلية المستهدفة رغم بعض الانحرافات التي تحدث في الأجل القصير من أجل الاستجابة لمتطلبات سوق رأس المال.<sup>2</sup> وبناء على الدراسة التي أجراها على السلوك التمويلي للشركات الانجليزية، وجد *March* أنّ اللجوء إلى استعمال القروض في التمويل

<sup>1</sup> Houssam Bouzgarro et Wael Louhichi, " Ratio cible d'endettement et financement des entreprises: le cas francais", *Revue Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión*, N°97, 2013, pp. 47 – 67.

<sup>2</sup> Surch Rama Krishnan, Op.cit, p .66.

موجود بدرجة أكبر عند الشركات التي لديها مستوى اقتراض أقل من المتوسط المحسوب للعشر سنوات الأخيرة. كما بيّن كل من *Jalilvand & Harris* (1984) أنّ السلوك التمويلي للمؤسسات يرتبط بعملية التعديل الجزئي باتجاه الأهداف المالية في الأجل الطويل، وأن سرعة التعديل تتأثر بمستويات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وحجم الشركة.<sup>1</sup>

ويعتبر كل من *Fisher et al* (1989) من الأوائل الذي طوّروا نظرية الهيكل التمويلي الديناميكية بوجود تكلفة إعادة رسملة المؤسسة، ولقد وجدوا أن قيمة الفارق بين نسبة الاقتراض الحالية ونسبة الاقتراض المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ويمكن للمؤسسات أن تعيد الرسملة في أي لحظة مع تحمّل تكاليف معاملات لإعادة التوازن للهيكل التمويلي للمؤسسة.

أمّا نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل من النظريات فقد عارضت فكرة وجود هيكل تمويلي مستهدف، حيث بيّنت استنتاجات كل من *Shyam-Sunder & Myers* (1999) إلى أهميّة هذه النظرية في تقديم وصفا تجريبيا جيّدا للهيكل التمويلية بدلا من النماذج التقليدية للموازنة. حيث قاما باختبار القوة التفسيرية لكل من نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الموازنة في تحديد مستوى الاستدانة للشركات، ووجدا أن النظرية الأولى تمتلك قوة تفسيرية لسلوك المؤسسة التمويلي أقوى من القوة التفسيرية لنظرية الثانية. في حين أن *Lemmon & Zender* (2010) قاما باختبار نظريات الهيكل التمويلي أخذوا بعين الاعتبار مفهوم الطاقة الاقتراضية للمؤسسة، ووجدا أن تنبؤات نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تتسق مع السلوك التمويلي للمؤسسات التي لا تواجه قيودا على قدرتها الاقتراضية (الشركات الكبيرة).<sup>2</sup>

في المقابل وجد كل من *Leary & Roberts* (2010) أن أقل من 20% من الشركات تتنبّى تنبؤات نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل عند اتخاذ قرارات التمويل، وأن هذه النظرية غير قادرة على تفسير أكثر من 50% من الهياكل التمويلية الملاحظة. وفي الأخير خلص كل من

<sup>1</sup> Ibid, p. 65.

<sup>2</sup> Houssam Bouzgarro et Wael Louhichi, Op.cit, p.51.

*Leary & Roberts* (2014) على أن كلا النظريتين، نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل ونظرية الموازنة، تُسهمان في تفسير السلوك التمويلي للشركات.<sup>1</sup>

من جهة أخرى أشار كل من *Fama & French* (2002) إلى مساهمة نظرية توقيت السوق في تفسير التغيرات التي تحدث في الهياكل التمويلية، حيث أن الصدمات والتغيرات التي تحدث في سوق رأس المال تؤثر في الرفع المالي بشكل مستمر خاصة في ظل افتراض عدم وجود تكاليف تعديل، كما يمكن للشركات أن تعيد التوازن باستمرار لهياكلها التمويلية نحو الهياكل التمويلية المستهدفة.

### المطلب الثاني: أسباب تعديل الهيكل التمويلي

تقوم المؤسسات، عادة، بتعديل هياكلها التمويلية بشكل دوري لرغبتها في بلوغ نسبة الاقتراض المستهدفة أو المثلى وتسعى للمحافظة عليها وعدم الانحراف عنها لفترة طويلة. إلا أنه قد نجد بعض المؤسسات التي تظهر أكثر استنادة و لا ترغب في تخفيض حجم استناداتها، وفي المقابل قد نجد مؤسسات أخرى أقل استنادة ولا ترغب في استعمال كل طاقتها الاقتراضية المتاحة.

### أولاً: الجدوى من تعديل الهيكل التمويلي في المؤسسة

إن من بين الأسباب التي تجعل بعض المؤسسات لا ترغب في تعديل هياكلها التمويلية نحو الهياكل التمويلية المستهدفة، أنها لا تجعل من هدف تعظيم القيمة السوقية في سلم أولوياتها حيث نجدها تسعى، مثلاً، لتعظيم نتيجتها الصافية أو الحصول على تصنيف ائتماني أعلى لسناداتها. وحتى ولو كان هدف المؤسسة تعظيم القيمة السوقية، فإنها قد لا ترغب في اللجوء إلى الاقتراض أكثر، لعدة أسباب أهمها<sup>2</sup>:

✓ القيود التي تفرضها الهيئات المقرضة على المؤسسة عند إبرام عقد الاقتراض، والتي تقيد من نشاطها في المستقبل، وبالتالي فإن المؤسسات التي تولي أهمية للمرونة المالية قد تختار أن لا تستنفذ كل طاقتها الاقتراضية.

<sup>1</sup> Ibid, p.51.

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, Op.cit p.843.



✓ بالنسبة للمؤسسات التي تُواجه حالة عدم التأكد فيما يتعلّق باحتياجاتها التمويلية المستقبلية، قد تختار الاحتفاظ بطاقتها الاقتراضية الإضافية لمواجهة هذه الاحتياجات.

✓ بالنسبة للمؤسسات غير المقيّدة في البورصة أو المؤسسات التي لها عدد قليل من المساهمين، والتي تزيد المخاوف لديها من الوقوع في حالة الإفلاس بسبب عمليات الاقتراض، نتيجة لآثاره الكبيرة على الملاك لكبر حصصهم في الشركة.

وفي المقابل، قد نجد بعض المؤسسات التي تجاوزت المستويات العادية للاقتراض ولم تشأ النزول عنها، لكونها تستفيد من دعم الدولة لها سواء من خلال الحماية التي توفرها لها ضد إجراءات الإفلاس أو من خلال التزامها بشراء القروض التي استفادت منها المؤسسة من البنوك. وفي هذه الحالة تفضل هذه المؤسسات أن تبقى أكثر اقتراضاً.\*

#### ثانياً: سرعة تعديل الهيكل التمويلي

يمكن للمؤسسات التي قرّرت التوجّه نحو نسبة الاستدانة المثلى، أن تقوم بالعملية بشكل تدريجي خلال الزمن أو أن تجري العملية بسرعة. إذ أنّ من بين إيجابيات الانتقال السريع نحو نسبة الاستدانة المثلى هي استفادة المؤسسة السريعة من مزايا الاستدانة المثلى من خلال انخفاض تكلفة رأسمال وارتفاع الربحية. أمّا من سلبيات هذا التغيير المفاجئ في نسبة الاستدانة، فهي ردة فعل الأطراف الخارجية حيال الارتفاع السريع في استدانة المؤسسة، حيث أنّهم قد ينظرون إلى قرار التعديل المفاجئ في نسب الاقتراض في الهيكل التمويلي على أنّها إشارة عن ارتفاع مخاطر المؤسسة واقتربها من وضعية الإفلاس. ومن بين العوامل الأساسية التي تؤثر في قرار المؤسسة بزيادة نسبة استدانته بشكل تدريجي أو بشكل سريع نجد:<sup>1</sup>

❖ **درجة الثقة في تقدير مستوى الاستدانة الأمثل:** فكّما ارتفعت احتمالات الخطأ في تقدير مستوى الاقتراض الأمثل، كلّما أبطأت المؤسسة سرعة الانتقال إلى مستوى الاقتراض المستهدف.

\* في سنوات التسعينات كانت الشركات الكورية أكثر استدانة بسبب الضمانات التي كانت تقدمها الدولة للمؤسسات المقرضة لهذه الشركات.

<sup>1</sup> Ibid, p.845.

❖ **الانحراف عن نسبة الاقتراض في قطاع النشاط:** عندما تختلف نسبة الاقتراض المستهدفة للمؤسسة بشكل واضح عن نسبة الاقتراض المعيارية في قطاع النشاط الذي تنتمي إليه، فإنّ هذا الأمر قد يُثنيها عن تعديل هيكلها التمويلي الفعلي بشكل سريع لأنّ هذا التصرف قد يتم تفسيره بشكل سلبي من طرف المحللين ووكالات التنقيط.

❖ **إحتمالات الاستحواذ على المؤسسة:** بيّنت الدراسات التجريبية أن الشركات الأقل استدانة هي الأكثر عرضة لعمليات الاستحواذ مقارنة بالشركات الأكثر استدانة، حيث غالبا ما يتم تمويل تكاليف الاستحواذ، على الأقلّ بشكل جزئي بالطاقة الاقتراضية غير المستغلّة من طرف المؤسسة المستهدفة. وعليه فإنّ الشركات التي لها طاقة اقتراضية إضافية وتباطأت في رفع نسبة استدانتها سّعاني من خطر الاستحواذ حيث أنّه كلّما كان هذا الخطر كبيرا، كلّما كان ذلك دافعا للشركة للجوء للاقتراض الاضافي بشكل سريع.

❖ **الحاجة للمرونة المالية:** قد تحتاج المؤسسة، أحيانا، لطاقة اقتراضية إضافية لمواجهة احتياجات مالية غير متوقّعة سواء من أجل الحفاظ على الاستثمارات القائمة أو مباشرة استثمارات جديدة. حيث نجد أن المؤسسات التي تهتم بمرونتها المالية، ستكون أقلّ حماسا لتعديل سريع في نسبة استدانتها نحو النسبة المثلى واستغلال الطاقة الاقتراضية الاضافية.

### المطلب الثالث: طرق تعديل هيكل التمويلي

عندما ترغب مؤسسة اقتصادية في تغيير هيكلها التمويلي، فإنّ أمامها أربعة طرق تقليدية يُمكن لها أن تفاضل بينها وفقا لمقتضيات المرحلة التي تمرّ بها المؤسسة وتماشيا مع توجّهات الإدارة العليا. حيث تتمثّل الطريقة الأولى في تغيير هيكل التمويل من خلال استعمال أموال خاصة جديدة من أجل تسديد جزء من الديون، أو اللجوء إلى استدانة جديدة من أجل تخفيض حصة الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي وتسمّي هذه الطريقة بإعادة هيكلة رأس المال. أمّا الطريقة الثانية فتتمثّل في بيع بعض الأصول واستعمال عوائد البيع في تسديد القروض الحالية، إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الاستدانة الحالية، أو من أجل تخفيض الأموال الخاصة إذا كان الهدف زيادة نسبة الاستدانة. في حين أن الطريقة الثالثة فتتمثّل في استعمال القروض و/أو الأموال الخاصة في تمويل الاستثمارات الجديدة بنسب تختلف عن نسبها الفعلية في الهيكل التمويلي

للمؤسسة. أما الطريقة الرابعة تتمثل في تعديل نسب الأرباح الموزعة على المساهمين، حيث أنه بالموازاة مع تعديل هذه النسب فإن نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي ستتغير.<sup>1</sup>

#### أولاً: إعادة هيكلة رأس المال

إن الطريقة الأكثر بساطة وسرعة في تعديل الهيكل التمويلي تتمثل في تغيير الطريقة التي يتم بها تمويل الاستثمارات. وبالتالي فإن الشركات الأقل استنادة يمكن لها أن ترفع نسبة اقتراضها من خلال اقتراض أموال جديدة واستعمال عوائدها في إعادة شراء الأسهم أو تعويض الأموال الخاصة بقروض بنفس القيمة السوقية. وتسمى عملية إعادة الهيكلة التي تستهدف الرفع بشكل جوهري من نسبة الاستنادة في الهيكل التمويلي بـ "إعادة هيكلة رأس المال نحو الاستنادة" وأغلب عمليات إعادة الهيكلة من هذا الشكل تكون بدافع حماية المؤسسة من عمليات السيطرة والاستحواذ التي تستهدفها.

أما النوع الثاني من عمليات الهيكلة فيتمثل في محاولة إدارة المؤسسة تخفيض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي من خلال السعي لدى الدائنين لتحويل جزء من ديونهم إلى مساهمات داخل المؤسسة، أو أن تقوم بإصدار أسهمًا جديدة من أجل استعمال متحصلاتها لتسديد جزء من الديون التي هي على عاتق المؤسسة. ومن بين الأمثلة المعروفة عن إعادة هيكلة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، عمليات التعديل التي قامت بها الكثير من الشركات الأمريكية سنة 1989، والتي مسّت هياكلها التمويلية من خلال قيامها بعمليات إصدار لأسهم جديدة من أجل سداد بعض الديون، حيث وجدت هذه الشركات أنّ عبء الديون أنقل كاهلها وصار ضخماً، كما أنّ تكاليف الفوائد أصبحت تمثل مصدر خطر على أرباح الشركة. وأطلق على هذا الإجراء إصلاح الميزانية ( Mending the balance sheet).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ibid, p.848.

<sup>2</sup> برايان كويل، مرجع سابق، ص 141.

### ثانيا: التنازل عن بعض الأصول

يمكن للمؤسسات أن تغيّر نسب استدانتها من خلال بيع بعض الأصول واستعمال عائدات العملية في تخفيض القروض أو الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي. حيث يمكن للمؤسسة الأقل اقتراضا أن تبيع بعض الأصول وتستعمل عائدات العملية في إعادة شراء جزءا من أسهم الشركة أو التوسّع في توزيع قسائم الأرباح على المساهمين. وعليه، فإنّ تخفيض قيمة الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة، سيؤدي إلى الرفع من نسبة الاقتراض المؤسسة إذا كان لهذه الأخيرة مستوى معيّن من القروض في الوقت الحالي. أمّا إذا كان هدف المؤسسة هو تخفيض مستوى الدين لديها، فيمكنها أن تستعمل عائدات بيع بعض الأصول من أجل التعجيل بتسديد جزء من القروض المستحقّة عليها.<sup>1</sup>

إنّ اختيار إدارة المؤسسة لطريقة التنازل عن بعض الأصول لتعديل هيكلها التمويلي، سيجعلها أمام تحديين رئيسيين؛ يكمن التحديّ الأوّل في اختيار الأصول الواجب التنازل عنها وفصلها عن مجموع موجودات المؤسسة دون أن الإخلال بالسير العادي لنشاط المؤسسة ودورة استغلالها، وعموما فإن إدارة المؤسسات تلجأ للتضحية بالأصول الأقل مردودية. أمّا التحديّ الثاني فيتمثل في العثور على مُشتري مُستعد لدفع مبلغ مناسب مقابل تلك الأصول المتنازل عنها. وعادة ما يتمّ تقدير السعر المناسب للأصول المراد التنازل عنها، بناء على قيمة التدفقات النقدية المنتظرة منها لبقية عمرها الافتراضي.

### ثالثا: تكييف طريقة تمويل الاستثمارات الجديدة

يُمكن للمؤسسات أن تغيّر هيكلها التمويلي الحالي من خلال تشكيلة الأموال التي ستستعملها في تمويل الاستثمارات الجديدة . فإذا استعملت نسبة أكبر من القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة ، تتجاوز نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، فإن ذلك سيساهم في رفع نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة. وفي المقابل، فإنّ استعمال مستوى أعلى من الأموال الخاصة في تمويل

<sup>1</sup> Ibid, p. 849.

الاستثمارات الجديدة يتجاوز نسبة الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة، فإن ذلك سيؤدي إلى خفض نسبة اقتراض المؤسسة.<sup>1</sup>

وما يميّز هذه الطريقة عن الطريقتين السابقتين، أن تعديل الهيكل التمويلي يتمّ بشكل تدريجي تماشياً مع مراحل إنجاز الاستثمار الجديد، وأنّ القيام باستثمارات جديدة من شأنه أن يرفع من قيمة المؤسسة.

#### رابعاً: تعديل نسبة الأرباح الموزعة

يُعتبر قرار توزيع الأرباح على المساهمين واحداً من أهم قرارات السياسة المالية في الشركة، نظراً لعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على سعر السهم في السوق المالي من جهة، ولارتباطه المباشر بقرارات التمويل والاستثمار في المؤسسة من جهة أخرى.

وتؤثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات التمويل في المؤسسة، حيث تُعتبر الأرباح المحتجزة هي أحد أهم مصادر التمويل بالأموال الخاصة، وتعتمد نظرية الأرباح الموزعة في جوهرها على فكرة أنّ المساهمين يفضلون قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة إذا كان العائد على استثمارات الشركة يفوق العائد الذي يستطيع المساهم أن يحققه لنفسه من إعادة استثمار الأرباح الموزعة في أدوات استثمار من ذات فئة خطر الاستثمار في أسهم الشركة.<sup>2</sup>

ويمكن للمؤسسة استعمال سياسة توزيع الأرباح، لكي تعدّل نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي من خلال تعديل حصة الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين خلال كل فترة، حيث أنّ تخفيض قيمة الأرباح الموزعة سيرفع من حصة الأرباح المحتجزة وهو ما سيسمح بتخفيض نسبة الاقتراض في المؤسسة. كما أنّ التوسّع في توزيع الأرباح على المساهمين واللجوء لتمويل الاستثمارات الجديدة بنسبة أكبر من الدين، من شأنه أن يرفع من نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

<sup>1</sup> Ibid, p. 850.

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 683

### خلاصة الفصل

تتأثر الطريقة التي يتم بها تشكيل المزيج التمويلي للمؤسسة، بعدة عوامل داخلية وخارجية حيث تمثل مجموعة العوامل الداخلية خصائص المؤسسة من حيث نتائج أعمالها وطبيعة نشاطها ومن حيث حجمها وهيكل أصولها ودرجة تخصصها، والتي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على اختيار مصدر تمويلي على حساب آخر.

أما مجموعة العوامل الخارجية فتخصّ أساسا العوامل المتعلقة بالمحيط الذي تعمل فيه المؤسسة، والتي تتضمن أساسا متغيرات الاقتصاد الكلي مثل معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الفائدة والتضخم وعرض النقود، بالإضافة إلى خصائص أسواق المال التي تلجأ إليها المؤسسات لطلب التمويل والظروف التي تمرّ بها، كحالة النظام المصرفي ومدى تطوره ومدى كفاءة سوق رأس المال ودرجة نشاطه.

بالإضافة إلى العوامل سابقة الذكر، فإنّ عمر المؤسسة ودورة حياتها تعتبر من المحددات الأساسية لاختيار مصادر التمويل ونسبة كلّ منها في الهيكل التمويلي، حيث تسعى كل مؤسسة لتعديل هيكلها التمويلي وفقا للظروف التي تمرّ بها والتحوّلات الهيكلية التي تعرفها. أمّا الزمن المستغرق في عملية التعديل فيتم وفقا للموازنة التي تُجريها إدارة المؤسسة بين المزايا التي يوفرها الانتقال بسرعة لهيكل التمويل المستهدف وبين التكاليف المترتبة عن ذلك.

## **الفصل الرابع:**

**العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي**

**للشركات الصناعية العربية خلال الفترة**

**2015-2007**

## تمهيد

يوجد العديد من الدراسات التي تناولت موضوع محددات الهيكل التمويلي، حيث خلّصت تلك الدراسات إلى نتائج متفاوتة فيما بينها ومتباينة أحيانا حول قوّة وطبيعة العلاقة بين العوامل التي أشارت إليها مختلف الدراسات النظرية والتطبيقية والهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية. ممّا يُثير جدلاً واسعاً يستدعي الدراسة والبحث، خاصة إذا علمنا أنّ كل المساهمات النظرية التي تمّ طرحها جاءت متلائمة أكثر مع الأسس والأوضاع الاقتصادية للدول المتقدمة اقتصاديا التي تنتهج النظام الرأسمالي الحر، وهو ما يطرح التساؤل حول قدرة تلك النظريات والدراسات على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في الدول النامية عموما والدول العربية خصوصا.

على ضوء نتائج مختلف البحوث النظرية والدراسات التطبيقية التي حاولت تفسير الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي داخل المؤسسة الاقتصادية والعوامل المحددة له، سوف نقوم في هذا الفصل بتحليل وفحص العوامل المؤثرة في قرارات تشكيل الهيكل التمويلي، من حيث الطريقة التي يتم بها تحديد المزيج التمويلي من أموال خاصة وأموال مقترضة في الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015، حيث تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** دور الجهاز المصرفي والسوق المالي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية.

**المبحث الثاني:** دراسة نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015.

**المبحث الثالث:** محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015.



## المبحث الأول: دور الجهاز المصرفي والسوق المالي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية

تعدّ البنوك والأسواق المالية من أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية المختلفة، حيث توفر هذه المؤسسات المصادر الأساسية للتمويل الخارجي الذي تحصل عليه المؤسسة الاقتصادية والذي تتمكّن بموجبه من تغطية احتياجاتها المالية الضرورية لاستمرار نشاطها وضمان نموّها وازدهارها. كما تمارس هذه القنوات التمويلية تأثيرا كبيرا في صياغة قرارات التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية، من خلال تأثيرها في حجم ونوعية البدائل التمويلية المطروحة في الاقتصاد.

سنتعرّض في هذا المبحث لأهمّ خصائص القطاع المصرفي والأسواق المالية في الدول العربية ومدى مساهمتها في تمويل المؤسسة الاقتصادية من حيث حجم ونوعية التمويل الذي يوفّره لها. حيث سنتناول في المطلب الأوّل دور القطاع المصرفي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية، أمّا المطلب الثاني فنتطرّق فيه لمكانة الأسواق المالية في المنظومة التمويلية العربية، في حين خصّص المطلب الثالث لدراسة مساهمة التمويل الإسلامي في تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية العربية.

### المطلب الأول: دور القطاع المصرفي في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية

يُشكّل الجهاز المصرفي الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز، وكلّما تميّز هذا الجهاز بالتطور كلّما كانت له قدرة كبيرة على تعبئة المدّخرات وتوفير التمويل اللازم للمؤسسة الاقتصادية. وعليه سنتطرّق في هذا المطلب لبعض المؤشّرات والاحصائيات التي تعبّر عن مدى تطوّر الجهاز المصرفي العربي وقدرته على توفير التمويل اللازم للمؤسسة الاقتصادية العربية خلال الفترة 2007-2015.

### أولاً: بعض المؤشرات عن القطاع المصرفي العربي

حقّق القطاع المصرفي العربي توسّعاً ملحوظاً في العقود الثلاثة الماضية، سواء في جانب حجم الأصول والودائع والقروض أو في جانب عدد الفروع وانتشارها، حيث بلغ حجم أصول القطاع المصرفي العربي (والذي يضم نحو 650 مصرفاً) في نهاية العام 2015 حوالي 3182 مليار دولار، وأصبحت بالتالي تشكّل حوالي 130% من حجم الناتج المحلي الإجمالي العربي، في حين بلغت الودائع المجمّعة للقطاع المصرفي العربي حوالي 2034 مليار (ما يعادل 83% من حجم الإقتصاد العربي)، والأموال الخاصّة حوالي 362 مليار دولار.<sup>1</sup> وعلى صعيد القروض والتسهيلات الممنوحة للاقتصاد، فتشير التقديرات إلى أنّ حجم الائتمان الذي ضخّه القطاع المصرفي في الاقتصاد العربي حتى نهاية العام 2015 قد بلغ حوالي 1682 مليار دولار، وهو ما يشكّل نحو 68% من حجم الناتج المحلي الإجمالي العربي. وتدلّ هذه الأرقام على المساهمة الكبيرة التي يقوم بها القطاع المصرفي العربي في تمويل الاقتصادات العربية على الرغم من انخفاض أسعار النفط واستمرار الاضطرابات الأمنية والاقتصادية والاجتماعية في عدد من الدول العربية خلال السنوات الخمس الأخيرة.<sup>2</sup>

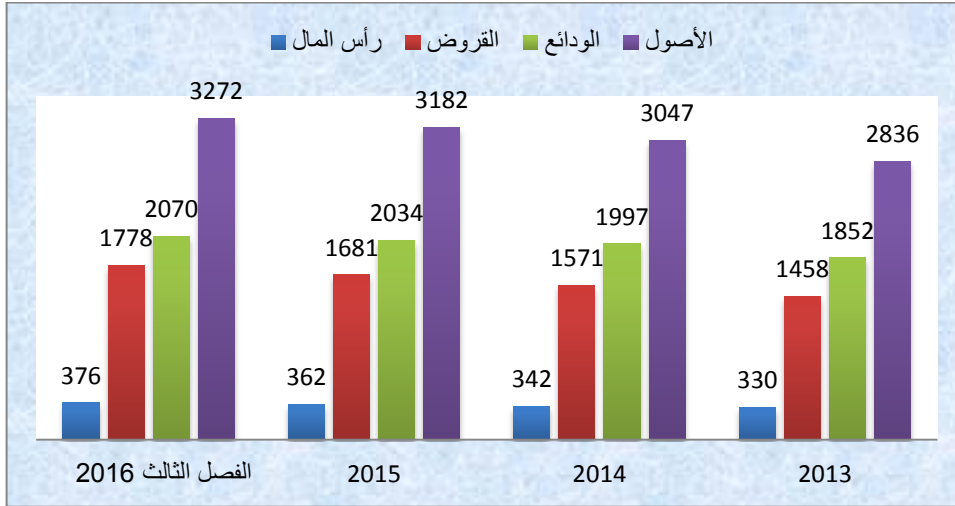
ويُظهر الشكل (4-1) الموالي تطوّر بعض المؤشرات الكمية عن القطاع المصرفي العربي خلال الفترة 2013-2016 والتي تُظهر جلياً تزايد حجم القطاع المصرفي العربي ومساهمته الفعّالة في تمويل الاقتصادات العربية في ظلّ ضعف مساهمة بدائل التمويل الأخرى.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لاتحاد المصارف العربية <http://www.uabonline.org>، (تاريخ الاطلاع: 2017/09/26).

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني لاتحاد المصارف العربية <http://www.uabonline.org>، (تاريخ الاطلاع: 2017/09/26).

الشكل (4-1): تطور بيانات القطاع المصرفي العربي خلال الفترة 2013-2016\*

الوحدة: (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المتاحة في الموقع الإلكتروني لاتحاد المصارف العربية: [www.uabonline.org/ar/research/banking](http://www.uabonline.org/ar/research/banking) (تاريخ الاطلاع 2017/11/26) \* باستثناء سوريا وجيبوتي وجزر القمر والصومال

ثانياً: النشاط الاقراضي للمصارف العربية

يُساهم القطاع المصرفي العربي بشكل كبير في تمويل الاقتصادات العربية، حيث استمر تحسّن النشاط الاقراضي للمصارف العربية من سنة لأخرى إذ تجاوز رصيد إجمالي الائتمان المقدم من طرف هذه المصارف بنهاية العام 2015 نحو 1925 مليار دولار محققاً بذلك نموّاً يقدر بـ 6.3% مقارنة بسنة 2014. وفي نفس السياق، فإنّ البيانات تُظهر أن الائتمان المقدم للقطاع الخاص لا يزال يستحوذ على النسبة الأكبر من الرصيد الإجمالي للقروض والتسهيلات المقدمّة من قبل المصارف التجارية العربية، حيث بلغ عام 2015 نحو 1331 مليار واستحوذ على ما نسبته 69% من إجمالي هذه القروض والتسهيلات.<sup>1</sup>

ويُظهر الجدول (4-1) الموالي حجم وطبيعة الائتمان المقدم من طرف المصارف العربية خلال الفترة 2007-2015 حيث يظهر بشكل واضح أهمية الائتمان المقدم للقطاع الخاص في رصيد إجمالي الائتمان المقدم للاقتصاديات العربية، رغم تراجع حصّته في السنوات الأخيرة.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2016"، ص 204 بموقع الصندوق على الانترنت [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

جدول (4-1): حجم وطبيعة الائتمان المقدم للاقتصاديات العربية

الوحدة: مليون دولار

السنة	رصيد اجمالي الائتمان المقدم للاقتصاديات العربية	رصيد اجمالي الائتمان المقدم للقطاع العام	رصيد اجمالي الائتماني المقدم للقطاع الخاص	نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص
2007	851.147	21.3261,5	637.885,5	74.94%
2008	1.125.767,5	291.690,9	834.076,6	74.09%
2009	1.181.739,4	3.118.19.5	869.919,9	73.61%
2010	1.258.780	345.198	913.582	72.58%
2011	1.400.629	409.175	991.454	70.79%
2012	1.515.651	445.387	1.070.264	70.61%
2013	1.679.600	554.926	1.124.674	66.96%
2014	1.812.263	561.928	1.250.335	68.99%
2015	1.925.879	594.774	1.331.105	69.12%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الاقتصاد العربي الموحد للفترة 2008-2016

المطلب الثاني: مكانة الأسواق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية

دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات نظراً لأهميتها في تجميع المدّخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظلّ توجّه معظم الدول العربية نحو تحرير الاقتصاد وتبني نظام اقتصاد السوق منذ منتصف السبعينيات.

ورغم هذا التعدّد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلاّ أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو عليه الحال في الدول الصناعية أو على الأقل في مستوى مثيلاتها على مستوى الدول ذات الاقتصاديات الناشئة، وهو ما انعكس سلباً على كفاءتها في تأدية الأدوار المنوطة بها.<sup>1</sup>

أولاً: بعض المؤشّرات عن الأسواق المالية العربية

1- دور السوق الأولية في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية: إنّ من أهمّ الوظائف التي أنشئت من أجلها الأسواق المالية هي تمويل المشاريع وذلك عبر السوق الأولية، وقد حاولت أسواق الأوراق

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، " تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، ع79، الكويت، ديسمبر 2004، ص3.

المالية العربية أن تقوم بهذا الدور، إلا أنّ الأداء لم يكن في مستوى التطلّعات وتفاوتت من دولة إلى أخرى ومن فترة زمنية إلى أخرى. ويمكن قياس نشاط السوق الأوليّة من خلال عدد وقيمة إصدارات الأسهم والسندات التي تمّت في هذه السوق خلال الفترة 2007-2015.

أ- الإصدارات من الأسهم: يبقى نشاط الإصدارات الأوليّة من الأسهم ضعيفا مقارنة بما هو عليه الحال في باقي البورصات النشطة في العالم، حيث بلغ إجمالي عدد الإصدارات الأوليّة من الأسهم خلال الفترة 2007-2015 ما يقارب 253 إصداراً بقيمة إجمالية لم تتجاوز 50 مليار دولار. والجدول (2-4) الموالى يُظهر عدد الإصدارات الأوليّة من الأسهم وقيمتها في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015.

الجدول (2-4): إجمالي عدد وقيمة الإصدارات الأوليّة من الأسهم في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الإصدارات من الأسهم	71	54	17	27	16	12	20	24	12
قيمة الإصدارات (مليون \$)	14439	13165	2144	2751	853	1693	1006	10138	2373

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الاقتصادية العربية الموحّدة للفترة 2008-2016

نلاحظ من الجدول (2-4) أنّ الإصدارات الأوليّة خلال السنوات الأخيرة عرفت تراجعاً مقارنة بالأرقام المسجّلة في سنتي 2007 و 2008 ، حيث أنّ مجموع ما تمّ إصداره خلال الفترة 2009-2015 يمثل، تقريبا، نصف ما تمّ إصداره خلال السنتين الأوليين مجتمعتين، وهو ما يُشير بوضوح لآثار السلبية التي خلّفها الأزمة المالية العالمية على الأسواق المال العربية وتدايعات تراجع أسعار النفط في الأسواق الدولية.

ويعتبر عدد الإصدارات الأوليّة عبر الاكتتابات الأوليّة خلال عام 2015، الأقلّ على الإطلاق منذ 10 سنوات ( باستثناء عام 2012 ) كما ويعتبر الأقلّ من حيث القيمة باستثناء عامي 2011 و 2012. كما أنّها بعيدة عن المستويات القياسية التي تمّ تسجيلها سنتي 2007 و 2008 مع بدايات الأزمة المالية العالمية، حين وصل عدد الإصدارات إلى 71 و 54 إصداراً على الترتيب ووصلت قيمتها إلى حوالي 14.4 و 13.2 مليار دولار على التوالي.

أما من حيث توزيع هذه الإصدارات على البورصات العربية المختلفة، فقد استمرت البورصات الخليجية في تصدر الترتيب، سواء من حيث عدد الإصدارات أو من حيث قيمتها. أما من حيث توزيع الإصدارات على القطاعات الاقتصادية، فقد تركّزت الإصدارات خلال سنة 2015 في قطاعات الصناعة والنقل والطاقة والعقار والصحة والبناء.

ب- **الإصدارات من السندات:** شهدت إصدارات السندات للشركات العربية تذبذباً من حيث عدد الإصدارات وقيمتها من سنة لأخرى. كما أنها عرفت تراجعاً خلال عام 2015 بالمقارنة مع العام الذي قبله، فقد بلغ إجمالي عدد إصدارات سندات الشركات العربية خلال عام 2015، ما مجموعه 94 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 14.8 مليار دولار بالمقارنة مع 107 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت 18.7 مليار دولار خلال عام 2014 وهو ما يوضّحه الجدول (4-3) الموالي:

الجدول (4-3): إجمالي عدد وقيمة الإصدارات من السندات في البورصات العربية خلال الفترة 2015-2008

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد اصدارات السندات	30	87	91	52	99	87	107	94
قيمة اصدارات السندات ( مليون \$ )	2651	13906	15854	9045	17861	16576	18667	14765

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2016، ص 218.

2- **أداء الأسواق الثانوية العربية:** تشكّل أسواق الأوراق المالية رُكناً أساسياً من أركان القطاع المالي في أي اقتصاد حر، وتعتبر هذه الأسواق بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التي تشكّل جانبا هاما من جوانب نشاط السوق المالية وتمارس دوراً مهماً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع، حيث أنّ توفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة يُمكن الاقتصاد من النمو بمعدلات جيدة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> موفق رفاعي عبد الرحمان هنانده، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996-2006)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص تمويل، كلية عمّ العربية للدراسات العليا، جامعة الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2007، ص 92.

أ- مؤشرات الأسعار: لقد جاء أداء الأسواق الثانوية خلال عام 2015 سلبيا بشكل عام، وذلك بالمقارنة مع عام 2014، حيث تأثرت أسواق المال العربية وخاصة الخليجية منها بشكل كبير باستمرار التراجع في أسعار النفط العالمية خلال 2015. حيث أنهت أسواق المال العربية مجتمعة العام 2015 بتسجيلها تراجعاً في القيمة السوقية بنحو 12% أي ما يقارب 146 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 1087 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2015، كما أنّ القيمة السوقية للأسواق المالية العربية، خسرت أكثر من 313 مليار دولار منذ بدء التراجع في أسعار النفط وذلك منذ الربع الأخير من 2014.<sup>1</sup>

وقد عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والذي يقيس أداء البورصات العربية مجتمعة، تلك التطورات في مؤشرات الأسعار وسجل تراجعاً بنهاية العام 2015 بلغت نسبته نحو 16.2%، مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 3.2% عن العام السابق، ومع ذلك، وعند المقارنة مع الأسواق الأخرى، جاء أداء أسواق المال العربية متمشياً في هذا السياق، مع أداء معظم الأسواق المالية في الأسواق الناشئة في كل من أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية وأسواق شرق وجنوب آسيا.<sup>2</sup>

ب- رسملة البورصة: بلغت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع الأسواق المالية العربية حوالي 1087.41 مليار دولار بنهاية سنة 2015. وتشير البيانات إلى انخفاض القيمة السوقية للشركات المدرجة في جميع الأسواق العربية بدون استثناء، وسُجّلت أكبر هذه التراجعات في كل من السعودية وقطر والكويت ومصر ودبي بنحو 92.4 ، 10.3 ، 7.1 ، 6.2 و 5.6 مليار دولار على التوالي.

أمّا على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، فلا تزال السوق المالية السعودية تتصدر الأسواق المالية العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية العام 2015 حوالي 421 مليار دولار، أي نحو 39% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية. تليها أسواق كل من قطر (14%)، وأبوظبي (12%)، والكويت (9%)، ودبي (8%). ويظهر الجدول (4-4) الموالى تطوّر الرّسملة البورصية لمختلف أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2007-2015:

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2016 ، الفصل السابع، مرجع سبق ذكره ، ص 212.

<sup>2</sup> المرجع نفسه ، ص 213.

## الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

### الجدول (4-4) الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2015

الوحدة : مليار \$

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
السوق المالي	121.13	68.81	80.2	77.09	71.06	76.57	116.91	133.96	129.72
سوق أبوظبي	41.23	35.84	31.89	30.9	27	26.71	25.52	25.53	25.09
سوق عمان	27.02	19.95	16.26	20.06	16.51	15.42	18.47	21.06	17.47
سوق البحرين	10.89	9.61	12.84	12.68	16.41	16.65	16.94	17.64	17.76
سوق بيروت	75.49	65.75	74.19	69.39	60.09	51.78	54.5	54.47	45.5
سوق الدار البيضاء					1.53	1.04	0.85	0.77	0.61
سوق دمشق	95.51	76.63	87.93	123.64	128.44	130.68	152.59	185.86	151.89
سوق الدوحة	138.18	63.1	58.09	54.69	49.55	50.05	70.71	87.86	83.91
سوق دبي	138.83	85.92	91.09	84.11	48.68	61.31	61.96	69.91	57.25
السوق المصري	135.36	70.18	93.82	113.88	94.3	103.93	103.27	100.3	96.27
سوق الكويت	23.09	15.14	23.62	28.31	19.7	22.27	27.41	27.33	27.01
سوق مسقط	2.47	2.12	2.38	2.45	2.78	2.86	3.24	3.19	3.34
سوق فلسطين	518.98	246.34	318.75	353.4	338.79	373.4	459.45	494.25	421.04
السوق السعودي	5.34	6.3	9.24	10.61	9.65	8.73	8.43	9.28	8.82
سوق تونس	0.1	0.09	0.09	0.11	0.14	0.12	0.13	0.11	0.09
سوق الجزائر	4.93	3.8	3.03	2.45	2.69	2.19	2.24	1.88	1.64
سوق الخرطوم									
مجموع	1338.55	769.58	903.42	983.77	887.32	943.71	1122.62	1233.4	1087.41

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الاقتصادية العربية الموحدة للفترة 2008-2016

### ج - إجمالي عدد الأسهم المتداولة

يُظهر الجدول (4-5) الموالى تزايد طفيف في عدد الشركات المقيدة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2015 حيث ارتفع العدد من 1494 شركة في عام 2014 الى 1500 شركة في عام 2015 ويلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية لكل من مصر، السعودية، الأردن والكويت في إجمالي عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية حيث تمثل لوحدها حوالي 55% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية في عام 2015.



الجدول (4-5): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007/2015

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سوق أبوظبي للأوراق المالية	64	65	67	64	67	66	66	65	68
بورصة عمان	245	262	272	277	247	243	240	236	228
بورصة البحرين	51	51	49	49	49	47	47	47	46
سوق الأسهم السعودي	111	126	135	146	150	158	163	166	172
سوق الكويت للأوراق المالية	196	204	205	214	216	219	210	216	216
ورصة القيم المتقولة بالدار البي	73	77	73	75	76	77	75	75	75
بورصة الجزائر	2	2	2	2	2	2	2	2	2
بورصة الأوراق المالية بتونس	51	50	52	56	57	59	65	81	78
سوق دبي المالي	55	65	67	65	62	57	55	58	59
سوق دمشق للأوراق المالية					21	22	22	23	24
سوق الخرطوم للأوراق المالية	52	52	53	53	56	57	59	58	58
بورصة فلسطين للأوراق المالية	35	37	39	40	46	48	49	49	49
سوق مسقط للأوراق المالية	125	122	120	119	130	130	131	131	131
بورصة قطر	40	43	44	43	42	42	42	42	42
بورصة بيروت	15	13	11	26	25	26	28	30	30
البورصة المصرية	435	373	306	212	214	213	212	215	222
المجموع	1550	1542	1495	1441	1460	1466	1466	1494	1500

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الاقتصادية العربية الموحدة للفترة 2007-2016

ثانياً: خصائص الأسواق المالية العربية

من خلال ما تمّ عرضه من معطيات ومؤشرات حول أوضاع الأسواق المالية العربية خلال

الفترة 2007-2015 يمكن ملاحظة أنّ هذه الأسواق المالية تتميز بجملة من الخصائص أهمّها<sup>1</sup>:

1- ضآلة الحجم النسبي: حيث نجد أن الأسواق المالية العربية تتميز بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يُقاس بعدد الشركات المسجّلة ونسبة الإصدارات الجديدة بالإضافة إلى ضآلة القيمة السوقية للأسهم المتداولة، و ضعف الطلب الذي يتمثّل في عدد وحجم أوامر الشراء.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص ص 14-15.

- 2- انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ونعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدّخرات وتحويلها الى استثمارات مالية ، وتقاس من خلال مقارنة حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتاج المحلّي الإجمالي والادّخار المحلّي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلّي الإجمالي فى معظم الأسواق العربية.
- 3- ضعف الفرص المتاحة للتنوع: ونعني بها قلة الفرص المتاحة للمستثمر لتتبع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.
- 4- التقلّبات الشديدة في الأسعار: وهى شدة التقلّبات في حركة الأسعار والتي تنتج عن السياسات التمويلية والاستثمارية التي تنتهجها بعض الشركات المدرجة، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.
- 5- درجة تركّز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية.
- 6- قصور الأطر التنظيمية والتشريعية: على الرّغم من التطوّر الملحوظ في هذا الجانب والاجراءات التي اتّخذتها الدول العربية فى سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها، إلّا أنّها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف والقصور التي تُعيق سيرورة تطوّر هذه الأسواق.
- 7- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى: تُعانى أسواق الدول العربية من تدنّي الطلب على الأوراق المالية ولعلّ ذلك يرجع بصفة أساسية الى انخفاض معدّلات الدخول النقدية والادّخار الفردي في العديد من الدول العربية، بالإضافة الى تدنّي الوعي الاستثماري لدى الكثيرين .

### المطلب الثالث: مكانة التمويل الاسلامي في تمويل المؤسسات الاقتصادية العربية

حقّقت صناعة التمويل الاسلامي في الدول العربية نموًا سريعًا، فقد زادت حصّة الصيرفة الاسلامية في المؤسسات المصرفية لكثير من الدول العربية، كما توسّع إصدار الصكوك الاسلامية في الأسواق المالية العربية، وهو الأمر الذي أتاح للمؤسسة الاقتصادية العربية فرصًا تمويلية أكثر تنوعًا تساعدها في التحرّر من التبعية المطلقة لمصادر التمويل التقليدي.

### أولاً: الصيرفة الإسلامية في الدول العربية

تسيطر المصارف العربية الإسلامية على السّاحة المصرفية الإسلامية العالمية سواء من حيث العدد أو الحجم، حيث أنّه إلى غاية نهاية سنة 2015، يوجد حوالي 120 مصرف عربي إسلامي بالكامل. كما يوجد 48 مصرفاً إسلامياً عربياً من بين أكبر 100 مؤسسة مالية إسلامية في العالم من حيث حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، من بينها 13 مصرفاً من السعودية، 10 مصارف من الإمارات العربية المتحدة، 6 مصارف من البحرين، 4 مصارف من كل من السودان والكويت وقطر، مصرفان من سوريا، ومصرف واحد من كل من الأردن، الجزائر، اليمن، سلطنة عمان، ومصر.<sup>1</sup>

ووفقاً لتصنيف مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2014، تعدّ المصارف الإسلامية ذات أهميّة نظامية في ست (6) دول عربية وهي : السودان والكويت والسعودية واليمن وقطر والامارات، حيث تشكّل حصة المصارف الإسلامية في هذه الدول ما لا يقلّ عن 15% من مجمل الأصول المصرفية، حيث يأتي السودان على رأس القائمة بنسبة أصول مصرفية إسلامية تبلغ 100% ثم المملكة العربية السعودية التي تشكّل أصول المصارف الإسلامية بها 51% من إجمالي الأصول المصرفية في المملكة، يليها الكويت بحصة 38% واليمن 27% وقطر 25% والامارات 18.6%.<sup>2</sup>

مع الإشارة إلى أنّه حتى خلال الأزمة المالية العالمية، استمرّت المصارف الإسلامية في الدول العربية خاصة الخليجية منها بتحقيق نموّ كبيراً، إلاّ إنّها تعرّضت لضغوط خلال السنوات الأربع الأخيرة بسبب انخفاض أسعار النفط وما رافقه من تراجع في الإنفاق الحكومي في تلك الدول.

<sup>1</sup> إتحاد المصارف العربية - إدارة الدراسات والبحوث، "تطورات الصيرفة الإسلامية" (2016/06/06)، متاح على الموقع : <http://www.uabonline.org/ar/research/banking> ، (تاريخ الاطلاع: 2017/10/15)

<sup>2</sup> هبة عبد المنعم، "انعكاسات تنامي صناعة الصيرفة الإسلامية على إدارة السياسة النقدية في الدول العربية"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، ع35، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، أوت 2016، ص6.

### ثانياً: الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العربية

إنّ الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحاً شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامي مع الالتزام بالضوابط الشرعية.<sup>1</sup> ولقد حققت الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة نجاحاً كبيراً كواحدة من الأدوات المالية الإسلامية الأكثر إصداراً وانتشاراً في أسواق رأس المال نظراً لما تتمتع به من خصائص ومميزات جعلت الكثير من الشركات والحكومات تلجأ إليها لتغطية احتياجاتها التمويلية.

من خلال الجدول (4-6) الموالي، نلاحظ أنّ الشركات العربية خلال عام 2015 واصلت اتجاهاً نحو الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك، وبوتيرة أقوى بالمقارنة مع العام 2014، فقد ارتفع عدد الإصدارات من الصكوك لمجموع الشركات خلال عام 2015، إلى 22 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 10.6 مليار دولار مقابل 15 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 9.6 مليار دولار عن عام 2014، إلا أنّها لم ترق بعد للمستوى التاريخي المسجّل في عام 2013 عندما بلغ عدد الإصدارات 27 إصداراً بقيمة إجمالية 14.1 مليار دولار. ومن المتوقع أن تشهد الأعوام المقبلة استمرار الاتجاه التصاعدي لهذا النوع من الإصدارات من قبل الشركات والبنوك نتيجة تحسّن البيئة التشريعية والتنظيمية من أجل تشجيع طرح الصكوك، إلى جانب قيام عدد من البنوك بزيادة رؤوس أموالها استيفاءً لمتطلبات لجنة بازل.<sup>2</sup>

### الحدول (4-6): عدد وقيمة إصدارات الشركات العربية من الصكوك خلال الفترة 2007-2015

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد إصدارات الشركات	2	3	6	12	23	27	16	22	
قيمة إصدارات الشركات ( مليون \$ )	15130	5540	2260	4121	5457	10951	14116	9983	10570

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الاقتصادية العربية الموحدة للفترة 2007-2016

<sup>1</sup> نوال بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين"، مجلة الباحث، ع9، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص 245.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2016، مرجع سبق ذكره، ص 220.

## المبحث الثاني: دراسة نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

تسمح دراسة نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015 ، بتقييم السياسة التمويلية لهذه الشركات ومدى تبنّيها لمعايير عقلانية ومدروسة في تشكيل هياكلها التمويلية خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى رصد التأثير الذي يُمكن أن يمارسه البلد مكان النشاط والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة على اختياراتها التمويلية. كما ستُساعد نتائج هذه الدراسة في الإجابة عن أحد الأسئلة المحورية المطروحة للبحث في الدراسات المتعلقة بالهيكل التمويلي والذي مفاده:

هل تختلف اختيارات المؤسسة المتعلقة بالهيكل التمويلي باختلاف الدولة التي تمارس فيها نشاطها ونوع قطاع الصناعة الذي تنتمي إليها ؟

### المطلب الأول: منهجية الدراسة

سنختبر في هذا المطلب نظرية حيادية الهيكل التمويلي لـ *M&M* من خلال دراسة الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية محلّ الدراسة والبحث فيما إذا كانت هناك أنماط تمويلية معيّنة، تختلف باختلاف قطاع النشاط الذي تمارس فيه المؤسسة نشاطها أو تتغيّر بتغيّر الدولة محلّ النشاط أو أنّها تتبدّل مع مرور الزمن.

فحسب نتائج دراسة *Stonehill and Stitzel* (1969) فإن اختلاف تركيبة الهياكل التمويلية للشركات وفق أنماط معيّنة تتوافق مع طبيعة النشاط والزمن والدولة محلّ النشاط، دليل على أنّ متغيّر نسبة الاستدانة في الهياكل التمويلية لا يتوزّع بشكل عشوائي وأنّ هناك مجالاً لأن تختار إدارة الشركة هيكلًا تمويليًا مناسبًا، حيث أنّ هناك عوامل عديدة تؤثر على اختيار هذا الهيكل التمويلي. و بناء عليه، سنحاول في هذا المبحث، اختبار الفرضيات الصفرية التالية:

- الفرضية الأولى: الهياكل التمويلية للشركات محل الدراسة لا تختلف باختلاف الدول العربية.
- الفرضية الثانية: الهياكل التمويلية للشركات محل الدراسة لا تختلف باختلاف قطاع النشاط.
- الفرضية الثالثة: الهياكل التمويلية للشركات محل الدراسة لا تتغيّر بمرور الزمن.

أولاً: مصدر البيانات وعينة الدراسة

يتكوّن مجتمع الدراسة من الشّركات الصناعية المساهمة المُدرجة في البورصات العربية التالية: بورصة عمان - الأردن، السوق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية- عُمان، بورصة القيم بالدار البيضاء- المغرب، بورصة قطر، سوق دبي للأوراق المالية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الاوراق المالية تونس، البورصة المصرية وبورصة الجزائر. وذلك خلال الفترة 2007-2015. وبلغ حجم عينة الدراسة 194 شركة صناعية توفّر فيها الشرطين التاليين:

- ✓ توافر جميع بيانات الدراسة المطلوبة عن تلك الشركات خلال فترة الدراسة؛
- ✓ عدم وجود حالات اندماج تتعلّق بالشركات محلّ الدراسة خلال فترة الدراسة.

وتمّ الحصول على المعلومات اللازمة لإتمام الدراسة من قاعدة البيانات العالمية DATASTREAM بالإضافة إلى التقارير المالية السنوية للشركات والبيانات المُتاحة عن هذه الشركات في المواقع الاليكترونية للأسواق المالية التي تنشط فيها هذه الشركات.

ثانياً: قياس نسب الاقتراض وتحليل التباين

سيتمّ قياس نسب الاقتراض في المؤسّسات محلّ الدراسة باستعمال مؤشّر نسبة إجمالي القروض المالية\* إلى إجمالي الأصول الصافية. كما سيتمّ استعمال تحليل التباين الأحادي ANOVA من أجل الحكم فيما إذا كان تصنيف البيانات الإحصائية المتعلقة بنسب الاقتراض في شكل معيّن له معنى إحصائي. حيث أنّه إذا لم يكن هناك فروقا كبيرة في نسب اقتراض الشركات بين قطاعات النشاط المختلفة وبين الدول العربية وبين سنوات الدراسة، فإنّه لا يمكن الجزم بوجود اختلافات منتظمة في الهياكل التمويلية بين هذه المجموعات.

إنّ تحليل التباين الأحادي one-way analysis of variance ويرمز له اختصار بـ ANOVA، اختبار معلمي يستخدم للمقارنة بين المتوسطات أو التوصل إلى قرار يتعلق بوجود أو

\* المقصود بالقروض المالية، القروض التي تم الحصول عليها من مؤسسات أو أسواق مالية، وعليه فإن باقي الالتزامات المالية الأخرى المترتبة عن النشاط الجاري للشركة تم استبعادها.

## الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

عدم وجود فروق بين متوسطات الأداء عند المجموعات التي تعرّضت لمعالجات مختلفة بهدف التوصل إلى العوامل التي تجعل متوسط من المتوسطات يختلف عن المتوسطات الأخرى. ويستخدم هذا الاختبار عند توفر متغير مستقل واحد وهو من النوع الاسمي (الدولة ، القطاع، السنة) والذي على أساسه سيتم تقسيم العيّات المراد اختبار فروقات متوسطاتها، ومتغير تابع واحد وهو متغير من النوع الكمي (نسبة الاقتراض المالي).

### المطلب الثاني: الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

سنحاول خلال هذا المطلب تحليل نسب الاقتراض المالي للشركات الصناعية العربية حسب الدول العربية التي تنتمي إليها هذه الشركات وحسب قطاعات النشاط التي تنشط فيها، مع دراسة تطور هذه النسب مع الزمن.

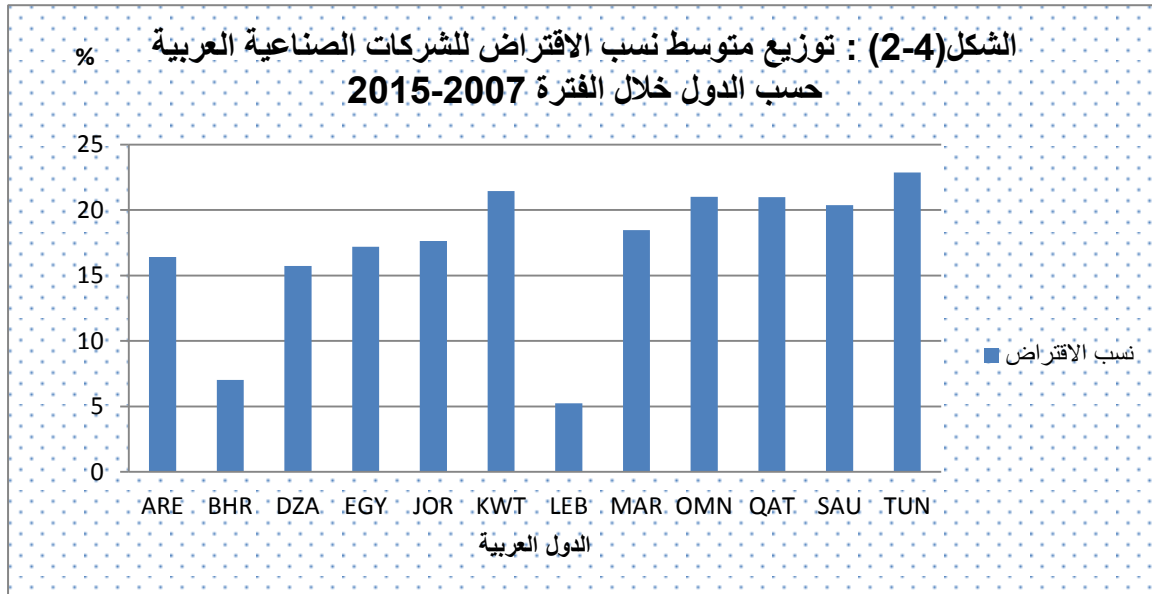
#### أولاً: الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب الدول

يوضّح الجدول (4-7) والشكل (4-2) الموليين الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات الصناعية حسب كل دولة عربية.

#### الجدول (4-7): الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية حسب كل دولة خلال الفترة 2007-2015

التكرارات	الانحراف المعياري	القيم الدنيا	القيم القصوى	المتوسط	رمز الدولة	الدولة
63	11.75	0.00	44.28	16.43	ARE	الإمارات العربية
18	9.06	0.00	27.45	7.02	BHR	البحرين
9	6.73	9.65	29.65	15.72	DZA	الجزائر
432	17.47	0.00	69.97	17.20	EGY	مصر
360	16.88	0.00	64.03	17.63	JOR	الأردن
117	19.29	0.00	66.81	21.44	KWT	الكويت
18	7.43	0.00	22.94	5.24	LEB	لبنان
99	13.47	0.00	42.69	18.46	MAR	المغرب
252	15.92	0.00	78.93	21.01	OMN	عُمان
54	18.66	0.00	66.79	20.98	QAT	قطر
270	18.45	0.00	69.17	20.39	SAU	السعودية
54	14.97	2.50	54.59	22.86	TUN	تونس
<b>1746</b>	<b>16.98</b>	<b>0.00</b>	<b>78.93</b>	<b>18.72</b>		<b>المجموع</b>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS

نلاحظ أنه من خلال الجدول (4-7) والشكل (4-2) أن نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات تختلف من دولة إلى أخرى، حيث بلغت أقصى قيمة لها في دولة تونس بنسبة متوسطة قدرت بـ 22.86 % وأدنى قيمة لها سجلت في دولة لبنان بـ 5.24 % وهو ما يعكس تأثير خصائص كل دولة على الاختيارات التمويلية للشركات الصناعية العاملة فيها.

ثانياً: الإحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب سنوات الدراسة

يوضح الجدول (4-8) والشكل (4-3) الموالين الإحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات

الصناعية حسب سنوات الدراسة 2007-2015.



الجدول (4-8): الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية

العربية خلال الفترة 2007-2015

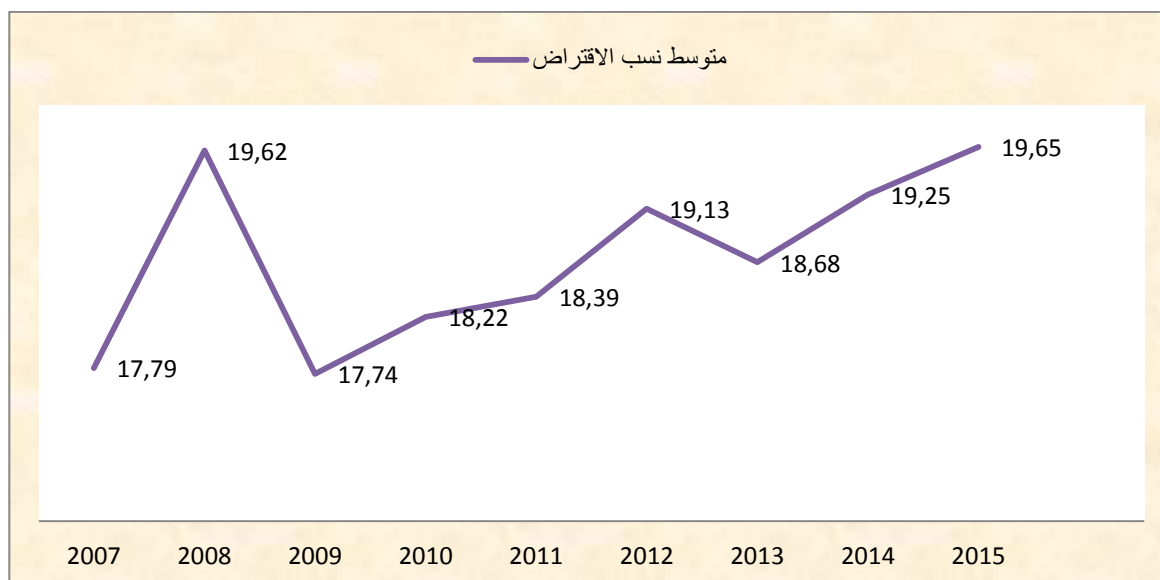
الوحدة %

التكرارات	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى	المتوسط	السنة
194	16.71	0.00	78.93	17.79	2007
194	18.12	0.00	66.81	19.62	2008
194	17.33	0.00	69.17	17.74	2009
194	16.89	0.00	65.16	18.22	2010
194	17.20	0.00	64.03	18.39	2011
194	17.35	0.00	60.97	19.13	2012
194	16.36	0.00	58.37	18.68	2013
194	16.13	0.00	62.42	19.25	2014
194	16.91	0.00	63.66	19.65	2015
1746	16.98	0.00	78.93	18.72	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (4-3): تطور متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية العربية خلال الفترة

2007-2015



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (4-8).

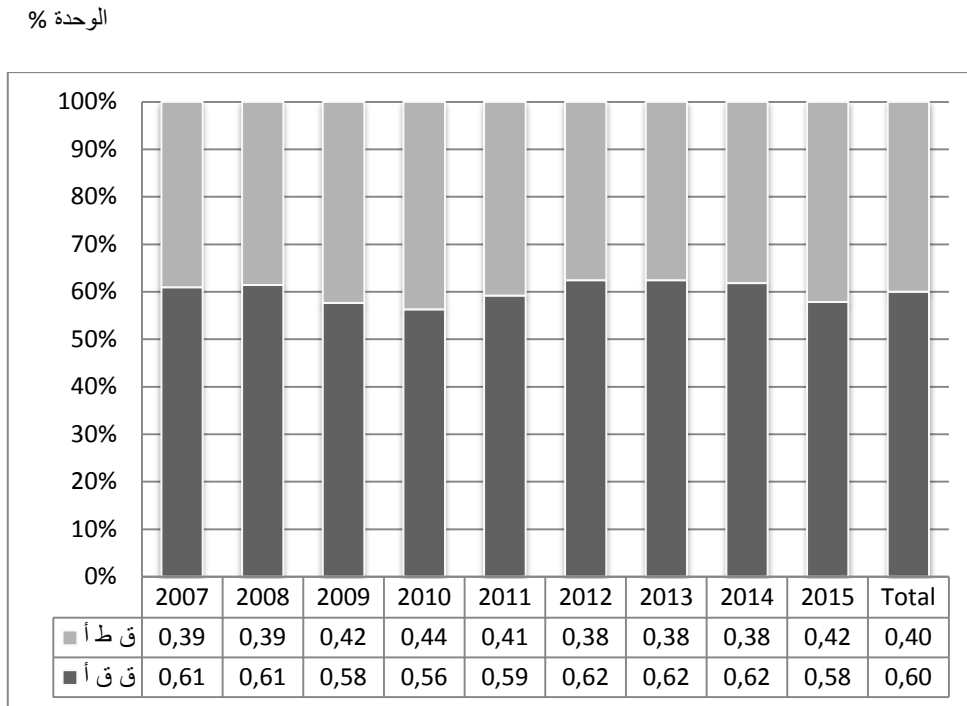
نلاحظ أنه من خلال الجدول (4-8) والشكل (4-3) أنّ هناك استقراراً في متوسطات نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية حيث أنّها لم تتغير كثيراً خلال فترة الدراسة (2007-2015)،

## الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

وبلغت أقصى قيمة لمتوسط نسبة الاقتراض سنة 2018 حيث كانت في حدود 19.62 % وأدنى قيمة سُجّلت في سنة 2009 حيث بلغت 17.74 % ، وفي جميع الحالات فإنّها لم تتجاوز 20 % خلال فترة الدراسة.

أما بالنسبة لتركيبية القروض، فنجد أنّ القروض قصيرة الأجل مثّلت حوالي 60 % من محفظة القروض المالية للشركات الصناعية العربية خلال فترة الدراسة، وهي نسبة عادية على اعتبار أنّ النشاط الذي تمارسه هذه الشركات هو نشاط صناعي يتميّز باحتياجات كبيرة في دورة الاستغلال، الأمر الذي يستدعي اللجوء إلى التسهيلات التي توفرها البنوك لتغطية العجز الظرفي في الخزينة نتيجة التفاوت الزمني بين التدفّقات الماديّة والتدفّقات النقدية.

### الشكل (4-4) هيكل القروض المالية للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS .

ثالثاً: الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات حسب قطاعات النشاط

يوضّح الجدول (4-9) والشكل (4-5) الموالين الاحصاء الوصفي لنسب اقتراض الشركات الصناعية العربية حسب قطاعات النشاط التي تنتمي إليها.

الجدول(4-9): الاحصاء الوصفي لنسب الاقتراض في الشركات الصناعية العربية حسب قطاعات

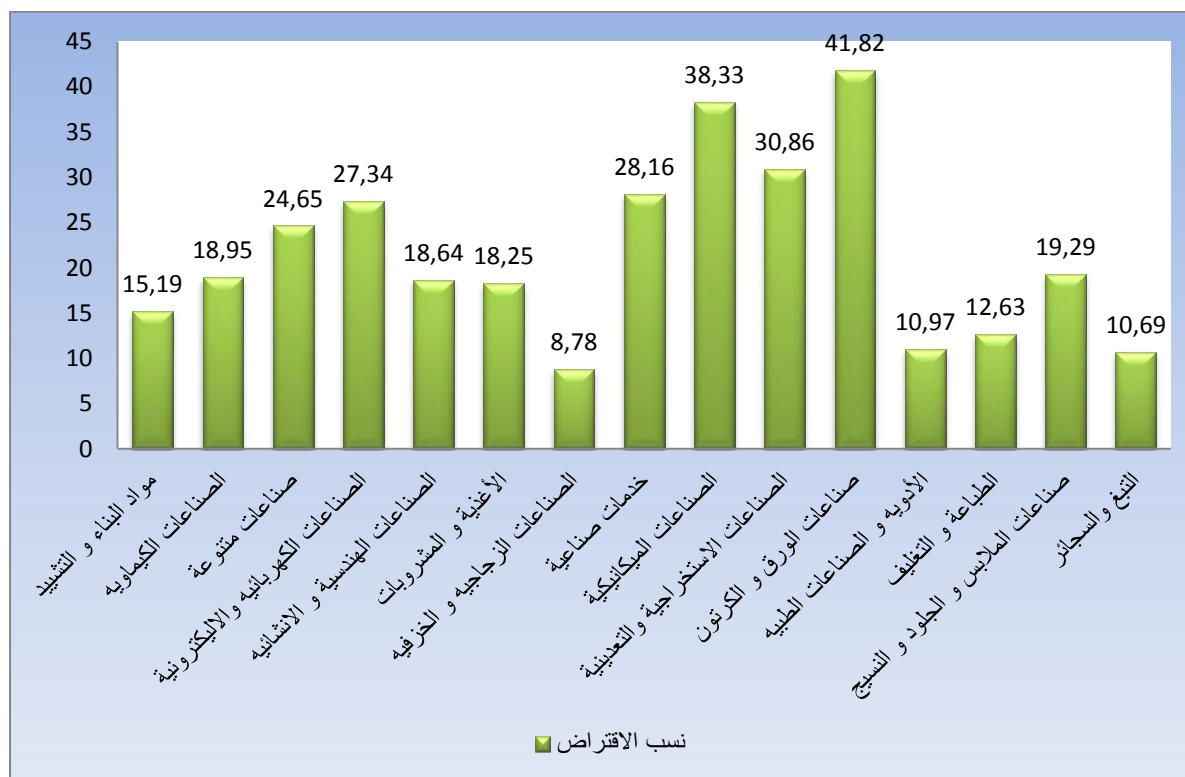
النشاط خلال الفترة 2007-2015

القطاعات	المتوسط	القيم القصوى	القيم الدنيا	الانحراف المعياري	التكرارات
مواد البناء و التشييد	15.19	59.56	0.00	15.64	279
الصناعات الكيماوية	18.95	69.97	0.00	16.77	108
صناعات متنوعة	24.65	66.81	0.00	20.62	81
الصناعات الكهريائية والالكترونية	27.34	60.29	3.92	13.60	63
الصناعات الهندسية و الانشائية	18.64	69.17	0.00	16.99	576
الأغذية و المشروبات	18.25	78.93	0.00	16.64	261
الصناعات الزجاجيه و الخزفيه	8.78	36.70	0.00	9.70	27
خدمات صناعية	28.16	57.98	0.00	25.99	21
الصناعات الميكانيكية	38.33	56.08	22.32	11.43	9
الصناعات الاستخراجية والتعدينية	30.86	62.36	0.00	17.60	81
صناعات الورق و الكرتون	41.82	57.08	12.24	18.64	8
الأدوية و الصناعات الطبيه	10.97	35.97	0.00	11.44	99
الطباعة و التغليف	12.63	50.40	0.00	13.24	61
صناعات الملابس و الجلود و النسيج	19.29	45.69	0.00	12.58	63
التبغ والسجائر	10.69	18.71	0.00	5.97	9
<b>المجموع</b>	<b>18.72</b>	<b>78.93</b>	<b>0.00</b>	<b>16.98</b>	<b>1746</b>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS .

الشكل (4-5): متوسط نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية حسب

قطاعات النشاط خلال الفترة 2007-2015



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (4-9)

نلاحظ أن نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة تختلف باختلاف قطاع النشاط، حيث بلغت أقصى قيمة لها في قطاع صناعة الورق حيث بلغت 41.82% وأدنى قيمة لها في صناعة الزجاج والخزف حيث بلغت 8.78% وهو ما يعكس تأثير خصائص كل قطاع على الاختيارات التمويلية للشركات الصناعية العاملة فيها.

المطلب الثالث: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية  
خلال الفترة 2007-2015

سنحاول في هذا المطلب دراسة اختلاف نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية حسب ثلاثة مجموعات رئيسية هي، الدولة التي تمارس فيها الشركات الصناعية نشاطها، وقطاع النشاط الصناعي الذي تنتمي إليه، وسنوات الدراسة التي تبدأ من سنة 2007 وتنتهي سنة 2015.

أولاً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين الدول

تعتبر الدولة مكان تأسيس الشركة ومحلّ نشاطها، أحد العوامل الرئيسية الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل الهياكل التمويلية للشركات، لأن الدول في العالم تختلف فيما بينها في جوانب عديدة، مثل السياسات الاقتصادية المنتهجة والقوانين المنظمة ومستويات التطور الاقتصادي.

يظهر اختبار ANOVA في الجدول (4-10) أن الاحصائية F المحسوبة (F\*) والتي تساوي 3.579 أكبر من F الجدولية. وعليه فإن (F\*) ستقع خارج منطقة القبول وبالتالي فإن القرار هو رفض الفرضية الصفرية القائلة بتساوي متوسطات نسب اقتراض الشركات الصناعية بين الدول العربية وذلك بمستوى معنوية 5%. أي أن هناك دليل على وجود اختلافات ذات دلالة احصائية في نسب اقتراض الشركات بين الدول العربية وهذا يعني أن الهيكل التمويلي للشركات محلّ الدراسة يتأثر بالدولة مكان النشاط.

الجدول (4-10): نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات الصناعية

العربية بين الدول العربية خلال الفترة 2007-2015

	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
Intergroupes	11724,008	11	1065,819	3,759	,000
Intragroupes	491610,376	1734	283,512		
Total	503334,384	1745			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS.

ثانياً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين السنوات

أشار كل من *Leary & Roberts* (2005) و *Franch* (2002) إلى أن الشركات تعدل في هياكل التمويل مع مرور الزمن بحسب ظروف المؤسسة الداخلية وتطورات المحيط الخارجي السائدة في كل فترة زمنية.

يظهر اختبار ANOVA في الجدول (4-11) أن F المحسوبة (F\*) والتي تساوي 0.362 أقل من F الجدولية. وعليه فإن (F\*) ستقع في منطقة القبول وبالتالي فإن القرار هو قبول الفرضية الصفرية القائلة بتساوي متوسطات نسب اقتراض الشركات الصناعية بين السنوات وذلك بمستوى معنوية 5%. أي أن هناك دليل على عدم وجود اختلافات ذات دلالة احصائية في نسب اقتراض الشركات عبر الزمن، وهذا يعني أن الهيكل التمويلي لا يتأثر بالزمن وأن الشركات محل الدراسة تحافظ على نسب اقتراض مستهدفة لا تتحرف عنها كثيراً.

الجدول (4-11): نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات

الصناعية العربية بين الدول العربية عبر الزمن خلال الفترة 2007-2015

	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
Intergruppes	837,527	8	104,691	,362	,941
Intragruppes	502496,857	1737	289,290		
Total	503334,384	1745			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS .

ثالثاً: تحليل تباين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات بين قطاعات النشاط

يسود الاعتقاد، دائماً، أن الهيكل التمويلي للشركات يتأثر بقطاع النشاط التي تنشط فيه المؤسسة، فلقد أظهر كل من *Schwartz & Aronson* (1967) و *Scott* (1972) و *Scott & Martin* (1975) أن هناك اختلاف في مستويات الرفع المالي للشركات بين مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. حيث أن الشركات التي تنتمي إلى قطاعات اقتصادية متنوعة تختلف فيما بينها

من حيث طبيعة الأصول التي تحوزها ومن حيث مخاطر الأعمال التي تواجهها، وبالتالي فإنها تختلف في نسب الاقتراض في هيكلها التمويلية.

يظهر اختبار ANOVA في الجدول (4-12) أن الاحصائية F المحسوبة ( $F^*$ ) والتي تساوي 11.870 أكبر من F الجدولية. وعليه ( $F^*$ ) ستقع خارج منطقة القبول وبالتالي فإن القرار هو رفض الفرضية الصفرية القائلة بتساوي متوسطات نسب اقتراض الشركات الصناعية بين قطاعات النشاط المختلفة، وذلك بمستوى معنوية 5%. أي أن هناك دليل على وجود اختلافات ذات دلالة احصائية في نسب اقتراض الشركات بين قطاعات النشاط المختلفة، وهذا يعني أن الهيكل التمويلي للشركات محلّ الدراسة يتأثر بالقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه.

الجدول (4-12) نتائج اختبار ANOVA لتباين متوسط نسب الاقتراض للشركات

الصناعية العربية بين قطاعات النشاط عبر الزمن خلال الفترة 2007-2015

	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
Intergroupes	44090,026	14	3149,288	11,870	,000
Intragroupes	459244,358	1731	265,306		
Total	503334,384	1745			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS.

## المبحث الثالث: محدّدات الهيكل التمويلي لدى الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 2007-2015

نسعى من خلال هذا المبحث إلى دراسة وتحليل محدّدات الهيكل التمويلي لدى الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2015، وهذا من خلال إجراء دراسة قياسية لتحديد نوع وقوة العلاقة، إن وُجدت، بين بعض المتغيّرات المفسّرة التي تعبّر عن خصائص الشركات محلّ الدراسة و خصائص البلدان التي تنشط فيها من جهة، والهيكل التمويلي مُقاسا بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية في تلك الشركات من جهة أخرى.

### المطلب الأول: الإطار القياسي المُعتمد في التحليل

تتمثّل منهجية الدراسة في استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدّد بالاعتماد على منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel data حيث أنّ هذه الطريقة هي أكثر كفاءة من أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة.

### أولا: تعريف وأهمية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات بانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرّر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات زمنية أي أنها البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. في حين أنّ البيانات الزمنية المقطعية تمثّل المشاهدات المقطعية، مثل الدول أو الأسر أو المؤسّسات... إلخ المرصودة عبر فترة زمنية معيّنة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمن. وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد جيوري، "تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي : دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص303.



- وعليه فإنّ استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية يوفّر العديد من المزايا أهمّها<sup>1</sup>:
- تسمح بالحصول على معلومات أكثر فائدة وتنوعاً، مع زيادة في درجات الحرية وامتداد خطّي أقل بين المتغيّرات وكفاءة أكبر في التقدير.
  - تساعد في الحدّ من مشكلة عدم ثبات التباين لحد الخطأ الذي قد تظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة السلاسل الزمنية.
  - تعتبر أكثر ملاءمة لدراسة ديناميكية التغيّر عبر الزمن للمتغيّرات التي تخفيها البيانات المقطعية.
  - ببعدها الثنائي، فهي تأخذ بعين الاعتبار الخصائص غير المشاهدة للأفراد وتأثيراتها على سلوكهم.
- حيث أنه إذا كان لدينا  $N$  من المشاهدات المقطعية مقاساً في  $T$  من الفترات الزمنية فإن نموذج البيانات الزمنية المقطعية يعرف بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad \dots (2-4)$$

$Y_{it}$  : تمثل قيمة المتغير التابع في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ .

$\alpha_i$  : تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة  $i$ .  $\beta_j$  تمثل قيمة ميل خط الانحدار.

$X_{j(it)}$  : تمثل قيمة المتغير المستقل  $j$  عند الفترة الزمنية  $t$  للوحدة  $i$

$k$  : عدد المتغيرات المفسّرة محل الدراسة.

$TN$  : عدد المشاهدات المستخدمة في التقدير.

$\varepsilon_{it}$  : تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$

<sup>1</sup> Damodar N. Gujarati , « **Basic Econometrics** », McGraw Hill, 4<sup>th</sup> Edition, New York, USA,2004, pp.637-638.

### ثانياً: اختبار التجانس

يهدف هذا الاختبار إلى معرفة مدى تجانس معاملات النموذج المقدر من خلال عينة مكونة من  $T$  فترة زمنية لـ  $N$  مفردة في المجموعة، كما نفرض أن المسار  $Y_{it}$  معرّف بالعلاقة الخطية التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (3-4)$$

يفترض أن حد الأخطاء  $\varepsilon_{it}$  مستقلة ومتماثلة التوزيع بمتوسط معدوم وتباين يساوي  $\delta_i^2$  كما يفترض معاملات النموذج  $\alpha_i$  و  $\beta_i$  يمكن اختلافها في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن، لذلك بإمكان هذا النموذج الممثل بالمعادلة (3-4) أن يأخذ عدة صيغ ممكنة كالتالي:<sup>1</sup>

✓ تماثل الثوابت  $\alpha_i$  وتطابق شعاع المعلمات  $\beta_i$  بحيث أن:  $\alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta, \forall i \in [1, N]$  نقول أنه لدينا سلّة متجانسة.

✓ اختلاف الثوابت  $\alpha_i$  واختلاف شعاع المعلمات  $\beta_i$  حسب الأفراد وبالتالي نقول أنه يوجد  $N$  نموذج مختلف وعليه نرفض صيغة السلّة.

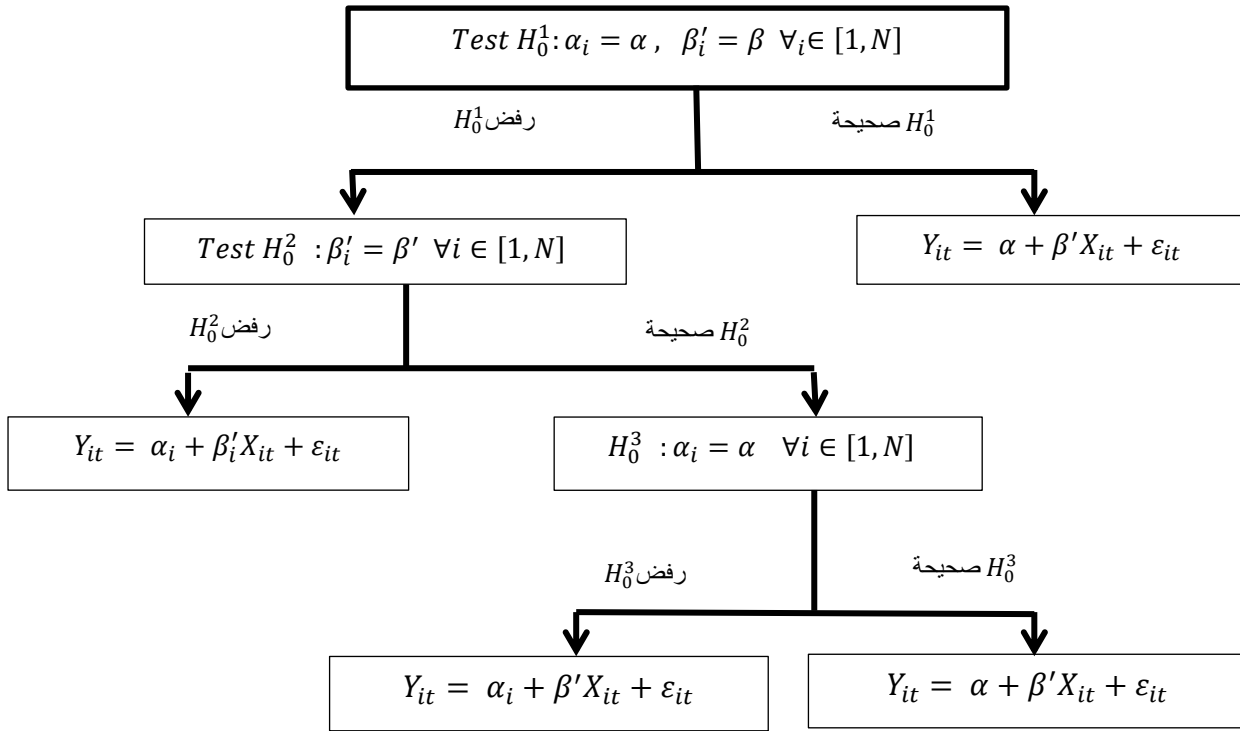
✓ تطابق الثوابت  $\alpha_i$  واختلاف شعاع المعلمات  $\beta_i$  بين الأفراد، بحيث أن:  $\alpha_i = \alpha, \forall i \in [1, N]$  وفي هذه الحالة نقول بأن كل معاملات النموذج باستثناء الثوابت تكون مختلفة حسب المفردات، وبالتالي نقول أنه يوجد  $N$  نموذج مختلف.

✓ اختلاف الثوابت  $\alpha_i$  وتطابق شعاع المعلمات  $\beta_i$  في مفردات المجموعة، بحيث أن  $\forall i \in [1, N], \beta_i = \beta$  ونحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الفردية.

ولغرض التمييز بين هذه الصيغ المختلفة ومن أجل ضمان نموذج بانل جيّد علينا أن نلجأ إلى اختبار التجانس والمقدم من طرف *Hsiao* (1986) وذلك عن طريق اتباع الخطوات العامة للاختبار والموضحة في الشكل (4-6) التالي:

<sup>1</sup> شهيناز بدرابي، "تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر 2015، ص 205-206

الشكل رقم (4 - 6): خطوات ومراحل اختبار التجانس



Source : Christophe Hurlin, « L'économétrie des données de panel ; Modèles linéaires simples », Ecole doctorale edocif, Séminaire méthodologique, p.11, disponible sur: [https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel\\_Chap1.pdf](https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf), (Consulté le : 15/07/2017)

#### أ- اختبار التجانس الكلي<sup>1</sup>:

تتمثل الخطوة الأولى في اختبار فرضية بنية التجانس العام القائمة على تطابق الثوابت  $\beta_i$

وتماثل شعاع المعاملات  $\alpha_i$  بحيث أن :  $H_0^1: \alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$

نستخدم إحصائية Fisher ويرمز لها بالرمز  $F_1$  لاختبار التجانس الكلي للنموذج والتي تتبع توزيع Fisher مع  $(N-1)(K+1)$  و  $NT-N(K+1)$  درجة حرية. ويتم كتابتها بالصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1)/[(N-1)(K+1)]}{SCR_1/[NT - N(K+1)]} \dots (4-4)$$

حيث أن:

<sup>1</sup> محمد جيوري، مرجع سبق ذكره، ص 321.

$SCR_1$  : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج (3-4) و  $SCR_{1,c}$  يمثل مجموع مربعات البواقي

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{للمنموذج المقيد:}$$

أما نتائج هذا الاختبار فتكون كالتالي:

✓ قبول الفرضية  $H_0$  للتجانس وبالتالي يتم الحصول على نموذج بانل متجانس كلياً أي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (5 - 4)$$

✓ وفي حالة رفض فرضية العدم، ننتقل إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات  $\beta_i$ .

ب- اختبار تجانس المعلمات  $\beta_i^1$ :

تتمثل الخطوة الثانية في اختبار المساواة بالنسبة لكل المفردات لـ  $K$  مركبة للأشعة  $\beta_i$  وتعطى الفرضية العدمية بالصيغة التالية:

$$H_0^2: \beta_i = \beta \dots \dots \dots \forall i \in [1, N]$$

نستخدم إحصائية Fisher ويرمز لها بالرمز  $F_2$  لتجانس المعلمات  $\beta_i$  والتي تتبع توزيع Fisher مع  $K(N-1)$  و  $(K+1)N - N$  درجة حرية. ويتم كتابها بالصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,c'} - SCR_1)/[(N-1)K]}{SCR_1/[NT - N(K+1)]} \quad \dots (6 - 4)$$

$SCR_1$  : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج (3-4) و  $SCR_{1,c'}$  يمثل مجموع مربعات البواقي

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{للمنموذج المقيد (نموذج الآثار الفردية):}$$

إذا تم رفض الفرضية الصفرية  $H_0$  لتجانس معاملات النموذج  $\beta_i$  فإن ذلك يؤدي إلى رفض بنية نموذج البانل لأن في هذه الحالة تكون الثوابت  $\alpha_i$  فقط، التي من الممكن أن تكون متماثلة بين المفردات وصيغة النموذج تكون على النحو التالي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (7 - 4)$$

<sup>1</sup> Christophe Hurlin, Op.cit, p.15.

ويتمّ تقدير المعلمات  $\beta_i$  باستخدام النماذج المختلفة مفردة بمفردة. في المقابل، فإنّه إذا تم قبول فرضية العدم التي تنص على تجانس المعاملات  $\beta_i$  فإننا نقوم بالاحتفاظ بنموذج بازل ونقوم بالبحث في الخطوة التالية حول تجانس الثوابت  $\alpha_i$ .

### ج- اختبار تجانس الثوابت $\alpha_i$ <sup>1</sup>:

تتضمّن هذه الخطوة الثالثة القيام باختبار مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية مساواة المعاملات  $\beta_i$  لكل المفردات، بحيث تعطى الفرضية العدمية بالصيغة التالية:

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha \quad \dots \dots \dots \quad \forall_i \in [1, N]$$

أما إحصائية Fisher ( $F_3$ ) لاختبار تجانس الثوابت  $\alpha_i$  فهي تتبع توزيع Fisher مع (N-1) و N(T-1)-K درجة الحرية وتكتب بالصيغة على الشكل التالي:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{1,c'}) / [(N - 1)]}{SCR_{1,c'} / [N(T - 1) - K]} \quad \dots (8 - 4)$$

$SCR_{1,c'}$ : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج (3-4) تحت فرضية  $\beta_i = \beta$  (نموذج الآثار الفردية) و  $SCR_{1,c}$  يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد (النموذج التجميعي):

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it}$$

في حالة رفض فرضية العدم  $H_0$  لتجانس الثوابت  $\alpha_i$  نحصل على نموذج البازل مع التأثيرات الفردية، ويمثّل بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (9 - 4)$$

### ثالثاً: النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية

يمكن التمييز بين ثلاثة (3) نماذج لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي تختلف باختلاف الأثر الفردي (Individual Effect)  $\beta_i$  عبر الوحدات المقطعية (الشركات) حيث أنه إذا كان  $\alpha_i$  هي نفسها لجميع الوحدات ( $\alpha = \alpha_i$ ) فإن النموذج يُعامل كنموذج انحدار تجميعي Pooled Regression Model (PRM) ويتم تقديره وفق طريقة المربعات الصغرى OLS أما في حالة اختلاف الأثر

<sup>1</sup> شهيناز بدرابي، مرجع سبق ذكره، ص 208.

الفردى عبر الوحدات فإن النموذج يتجزأ إلى نموذجين أساسيين من أجل التعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة  $\alpha_i$  فيما إذا كانت تتبع إما:

✓ نموذج الآثار الثابتة (FEM) Fixed Effects Method: الذي يعتبر  $\alpha_i$  مجموعة من الحدود الثابتة لكل وحدة.

✓ نموذج الآثار العشوائية (REM) Random Effects Method: الذي يعتبر  $\alpha_i$  ضمن عناصر الخطأ العشوائي.

1- نموذج الانحدار التجميعي (المدمج): يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الزمنية المقطعية، حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\alpha_i$  و  $\beta_j$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية ( نهمل أي تأثير للزمن ). حيث يمكن التعبير عنه رياضياً بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (10 - 4)$$

$$\text{حيث } E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ و } \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

2- نموذج الآثار الثابتة: يلاحظ في نموذج الانحدار التجميعي أنه إذا كان هناك فروق واختلافات واضحة بين الوحدات (الشركات) المكونة للعينة محل الدراسة فإن القيم المقدرة لمعاملات الانحدار في هذا النموذج الناتجة عن استخدام طريقة OLS سوف تكون متحيزة، ولعلاج هذه المشكلة توجد عدة بدائل مستخدمة في أدب الاقتصاد القياسي منها الأخذ بعين الاعتبار الاختلافات بين الشركات محل الدراسة من خلال استخدام المتغيرات الصورية لكل شركة من هذه الشركات في فترة زمنية معينة لكي يعكس الآثار الثابتة لها في نموذج يسمى نموذج الآثار الثابتة مع وجود الآثار الثابتة للشركة.<sup>1</sup> ويمكن بيان هذا النموذج على النحو التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad (11 - 4)$$

$$\text{حيث } E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ و } \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

<sup>1</sup> مجدي الشوربي، "أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الخامس: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، شلف، الجزائر، نوفمبر 2011، ص 16.

وبغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (4-10) والسماح لمعلمة القطع  $\alpha$  بالتغير بين المجاميع المقطعية، عادة ما نستخدم متغيرات وهمية بقدر  $N-1$  لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة إسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية Least Squares Dummy Variable Model ويصبح النموذج الرياضي على النحو التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (12 - 4)$$

$$\alpha_i + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d \quad : \quad \text{حيث يمثل المقدار}$$

التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع  $\alpha$

و  $D_d$  : المتغير الوهمي الخاص بكل وحدة (شركة).

3- نموذج الآثار العشوائية: يعامل نموذج التأثيرات العشوائية معامل القطع  $\alpha_i$  كمتغير عشوائي له

$$\alpha_i = \mu + V_i \quad i = 1, 2 \dots N \quad \text{معدّل مقداره } \mu \text{ أي:}$$

وبالتالي يمكن تمثيل نموذج الآثار العشوائية بالمعادلة (4-12) التالية:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \dots (13 - 4)$$

حيث أن  $V_i$ : حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$ ، ويطلق على نموذج التأثيرات العشوائية بنموذج مكونات الخطأ وذلك أنّ النموذج يحوي مركبتين للخطأ هما:  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$ .

$$\text{حيث } E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad , \quad \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 \quad , \quad E(V_i) = 0 \quad , \quad \text{Var}(V_i) = \sigma_V^2$$

### المطلب الثاني: منهجية الدراسة والنموذج المستخدم

من خلال الاطلاع على النظريات العلمية التي اهتمت بدراسة محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وبالاعتماد على ما جاء في الدراسات التطبيقية السابقة، تم تصميم منهجية الدراسة الحالية لتشكّل الاطار المناسب من أجل اختبار فرضيات الدراسة والإجابة عن الأسئلة المطروحة.

#### أولاً: طبيعة بيانات الدراسة ومصدرها

**1- مجتمع الدراسة وعينتها:** يتكوّن مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المُساهمة المدرجة في البورصات العربية التالية: بورصة عمان - الأردن، السوق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية- عُمان، بورصة القيم بالدار البيضاء- المغرب، بورصة قطر، سوق دبي للأوراق المالية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الاوراق المالية تونس، البورصة المصرية، بورصة الجزائر. وذلك خلال الفترة 2007-2015 حيث تمّ اختيار الشركات الصناعية التي تحقّق الشروط التالية:

- استمرار تداول أسهم تلك الشركات خلال فترة الدراسة دون انقطاع؛
- توافر جميع بيانات الدراسة المطلوبة عن تلك الشركات؛
- عدم وجود حالات اندماج تتعلق بالشركات محلّ الدراسة خلال فترة الدراسة.

وقد استوفت 194 شركة صناعية هذه الشروط موزّعة على الأسواق المالية العربية حسب ما هو موضّح في الجدول (4-13) التالي:



الجدول (4-13) توزيع الشركات محل الدراسة على الأسواق المالية العربية

عدد الشركات	السوق المالي
40	1 بورصة عمان - الاردن
30	2 السوق المالية السعودية
28	3 سوق مسقط للأوراق المالية - عُمان
11	4 بورصة القيم بالدار البيضاء - المغرب
6	5 بورصة قطر
7	6 سوق دبي للأوراق المالية + سوق أبوظبي للأوراق المالية
13	7 سوق الكويت للأوراق المالية
6	8 بورصة الاوراق المالية تونس
48	9 البورصة المصرية
1	10 بورصة الجزائر
2	11 بورصة بيروت - لبنان
2	12 بورصة البحرين
194	المجموع

2- مصادر جمع البيانات: تم الحصول على المعلومات اللازمة لإتمام الدراسة من قاعدة البيانات العالمية DATASTREAM بالإضافة إلى التقارير المالية السنوية للشركات والبيانات المتاحة عن هذه الشركات في المواقع الالكترونية الخاصة بها والخاصة بالأسواق المالية التي تنشط فيها هذه الشركات، كما تم الاستعانة بالبيانات المتاحة عن بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي الخاصة بالدول العربية التي تنتمي إليها الشركات محل الدراسة والمتاحة في المواقع الالكترونية للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي وصندوق النقد العربي واتحاد المصارف العربية .

3- فترة ومحددات الدراسة : تمتد فترة الدراسة من بداية سنة 2007 وإلى غاية نهاية سنة 2015 وهي فترة تتلائم مع طبيعة الدراسة الاحصائية المراد إنجازها، كما وأنها كافية لتحقيق أهداف البحث حيث أنها تحتوي على بيانات حديثة تزيد من أهمية النتائج التي ستمخض من هذه الدراسة.

ثانياً: النموذج العام للدراسة

بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر على الهيكل التمويلي على شركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية، تم فحص إمكانية وجود علاقة بين الهيكل التمويلي والعوامل التالية:

حجم الشركة، العمر، الربحية، السيولة، هيكل الأصول، معدّل نمو المؤسسة، الوفورات الضريبية البديلة، معدّل التضخّم، معدّل نمو الناتج المحليّ الخام ، معدّل نمو عرض النقود و معدّل نمو رسملة سوق الأوراق المالية. وهذا خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2015. وقد تم استخدام النموذج الرياضي التالي للتعبير عن العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي كما يلي:

$$TD_{it} = \alpha_i + \beta_1 Grow_{it} + \beta_2 Liqu_{it} + \beta_3 NDTs_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Prof_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 tang_{it} + \beta_8 Cap_{it} + \beta_9 Inf_{it} + \beta_{10} M2_{it} + \beta_{11} Gdp_{it} + \varepsilon_{it} \dots (14 - 4)$$

حيث:

$i=1,2,3,\dots,194$  هي عبارة عن مجموعة الشركات المشكّلة لعينة الدراسة.

$t=1,2,3,4,5,6,7,8,9$  عبارة عن الزمن الممتد من 2007 إلى 2015

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}$  معاملات الانحدار للمتغيرات المفسّرة.

$\alpha_i$ : ثابت ويمثّل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المفسّرة تساوي 0.

$TD_{it}$ : نسبة إجمالي القروض المالية في الهيكل التمويلي للشركة.

$Grow_{it}$ : معدّل النمو السنوي للشركة.

$Liqu_{it}$ : سيولة الشركة.

$NDTS_{it}$ : الوفورات الضريبية البديلة.

$Age_{it}$ : عمر الشركة.

$Prof_{it}$ : ربحية الشركة.

$Size_{it}$ : حجم الشركة .

$Tang_{it}$ : الأصول الملموسة.

$Cap_{it}$ : معدّل نمو رسملة سوق الأوراق المالية.

$inf_{it}$ : معدّل التضخم السنوي.

$Gdp_{it}$ : معدّل نمو الناتج المحلي الخام.  $M2_{it}$ : معدّل نمو عرض النقود.

ثالثاً: متغيرات الدراسة وطرق قياسها

أ- المتغيرات المفسّرة:

✓ حجم الشركة (Size): يرمز له بالرمز Size ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول الصافية للشركة (log assets) وذلك للتقليل من تفاوت القيم داخل النموذج. وهذا المقياس تم استخدامه في الكثير من الدراسات السابقة مثل دراسة *Kaifeng* (2002).

ونظراً لاختلاف العملات النقدية المستعملة في قياس قيم أصول الشركات بين الدولة العربية، سنلجأ إلى استعمال الدولار الأمريكي للتعبير عن قيم هذه الأصول في نهاية كل سنة، من خلال تحويل العملات المحليّة إلى العملة الأمريكية (الدولار) باستعمال متوسط سعر الصرف الرسمي خلال فتر الدراسة 2007-2015 حيث أن الهدف من استعمال متوسط سعر الصرف للفترة بدلاً من سعر الصرف السنوي هو الحد من تأثير التغيّرات المستمرة لأسعار الصرف السنوية على قيم الأصول السنوية. والجدول (4-14) الموالي يوضّح أسعار الصرف الرسمية لكل عملة عربية في مقابل الدولار خلال فترة الدراسة:

الجدول (4-14): أسعار ومتوسط أسعار الصرف الرسمية لعملات الدول العربية محل الدراسة

الوحدة: \$

العملة السنة	الدولار الإماراتي	الجنيه المصري	الدينار الجزائري	الدينار الأردني	الريال السعودي	الدينار التونسي	الدرهم المغربي	الريال العماني	الدينار الكويتي	الليرة الليبية	الريال القطري	الدينار البحريني
2007	0.272294	0.180869	0.014934	1.410437	0.266667	0.815558	0.128562	2.600800	3.648104	0.000664	0.274725	1.825500
2008	0.272294	0.181174	0.014184	1.410437	0.266667	0.742903	0.120438	2.600800	3.637448	0.000666	0.274725	1.981919
2009	0.272294	0.182315	0.013868	1.410437	0.266667	0.765845	0.128647	2.600800	3.496987	0.000663	0.274725	1.820585
2010	0.272294	0.172473	0.013493	1.410437	0.266667	0.692263	0.118664	2.600800	3.546224	0.000665	0.274725	2.011866
2011	0.272294	0.166158	0.013355	1.410437	0.266667	0.674417	0.118062	2.600800	3.600795	0.000663	0.274725	2.018462
2012	0.272294	0.162237	0.012716	1.410437	0.266667	0.640339	0.117814	2.600800	3.553513	0.000663	0.274725	2.027349
2013	0.272294	0.144777	0.012666	1.410437	0.266667	0.600573	0.121854	2.600800	3.536548	0.000663	0.274725	1.940848
2014	0.272294	0.139851	0.011518	1.410437	0.266667	0.539201	0.111997	2.600800	3.423051	0.000663	0.274725	2.156929
2015	0.272294	0.127696	0.009320	1.410437	0.266667	0.493155	0.100959	2.600800	3.294759	0.000663	0.274725	2.445349
متوسط سعر الصرف	0.272294	0.16195	0.0128943	1.410437	0.266667	0.6626948	0.118552	2.6008	3.526381	0.000663	0.274725	2.025423

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الموقع: <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/PA.NUS.FCRF>

✓ سيولة المؤسسة (Liquidity) : ويرمز لها بالرمز **Liqu** وتمثل سيولة المؤسسة التي يمكن قياسها من خلال نسبة التداول، حيث يتم حسابها بقسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الخصوم المتداولة على النحو الموضح في المعادلة التالية:

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{السيولة}$$

✓ الوفورات الضريبية البديلة (Non Debt Tax Shield) ويرمز لها بالرمز **NDTS** وتمثل الوفورات الضريبية التي تستفيد منها الشركة من غير الوفورات المتأثية من خصم المصاريف المالية المتعلقة بالاقتراض من النتيجة الخاضعة للضريبة، وتقاس وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{مجموع الاهتلاكات}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{الوفورات الضريبية البديلة}$$

✓ عمر الشركة (Firm age) : ويرمز له بالرمز **Age** ويمثل عمر الشركة معبرا عنه بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس الشركة ومباشرة أعمالها، وسيتم التعبير عن عمر الشركة لغايات هذه الدراسة باللوغريتم الطبيعي لعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس الشركة إلى غاية نهاية كل سنة من سنوات فترة الدراسة، وذلك للتقليل من تفاوت القيم داخل النموذج.

✓ ربحية الشركة (Profitability) ويرمز له بالرمز **Prof** وتمثل ربحية الشركة ويتم قياسها وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{الربحية}$$

✓ الأصول الملموسة (Tangible assets) ويرمز لها بالرمز **Tang** تمثل هيكل أصول المؤسسة معبرا عنها بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وتقاس وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{الأصول الملموسة}$$

✓ **نسبة نمو للشركة (Growth Rate):** ويرمز لها بالرمز **Grow** تمثل معدّل النمو السنوي للشركة ويتم قياسه باستخدام النسبة المئوية لزيادة إجمالي الأصول الصافية، على النحو الموضّح في الصيغة التالية:

$$\text{نسبة نمو الشركة} = \frac{\text{حجم الأصول في السنة الحالية} - \text{حجم الأصول في السنة السابقة}}{\text{حجم الأصول في السنة السابقة}}$$

✓ **معدّل التضخّم (inflation rate):** يرمز له بالرمز **Inf** ويمثل معدّل التضخّم السنوي الخاص بكل دولة عربية محل الدراسة، ويقاس من خلال المؤشّر السنوي للتغيّر في أسعار المستهلكين في كل دولة.

✓ **معدّل نمو الناتج المحلي الخام (Gross domestic product growth Rate)** ويرمز له بالرمز **Gdp** ويمثل معدّل نمو الناتج المحلي الخام بالأسعار الجارية في كل دولة.

✓ **معدّل نمو عرض النقود (Money Supply)** ويرمز له بالرمز **M2** ويمثل معدّل نمو عرض النقود بمعناه الواسع داخل الدولة.

✓ **معدّل نمو رسملة سوق الأوراق المالية (Market Capitalisation):** ويرمز له بالرمز **Cap** ويمثل معدّل نمو إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في نهاية السنة.

ب- **المتغيّر التابع:** نسبة الرفع المالي (**Financial Leverage**) ويرمز له بالرمز **TD** ويمثّل نسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية في الهيكل التمويلي للمؤسسة. ويحسب محاسبياً وفق الصيغة التالية:

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي القروض المالية}}{\text{إجمالي الأصول الصافية}}$$

المطلب الثالث: أسلوب تحليل البيانات وخطوات تقدير نموذج الدراسة

من أجل تقدير نموذج الدراسة المناسب، يجب القيام بإنجاز مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية للتأكد من ملاءمة النموذج المختار لبيانات الدراسة.

أولاً: دراسة الاستقرار والارتباط بين المتغيرات المفسرة

1- مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة: فيما يلي استعراض نتائج تحليل الارتباط بين جميع المتغيرات المفسرة للدراسة. وتكمن أهمية مصفوفة الارتباط هذه في أنها تعطينا فكرة مبدئية عن قوة واتجاه العلاقة بين مختلف المتغيرات.

الجدول (4-15): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة

	CAP	M2	INF	GDP	SIZE	TANG	LIQU	GROW	AGE	PROF	NDTS
CAP	1.00										
M2	0.13	1.00									
INF	-0.07	0.29	1.00								
GDP	0.22	0.31	0.19	1.00							
SIZE	-0.19	0.05	0.04	0.06	1.00						
TANG	0.01	0.02	0.02	0.00	0.00	1.00					
LIQU	0.11	0.06	-0.04	0.05	-0.17	0.01	1.00				
GROW	0.01	0.09	0.07	0.06	0.07	0.00	-0.03	1.00			
AGE	-0.22	-0.16	0.01	-0.17	0.07	-0.02	-0.17	-0.06	1.00		
PROF	-0.12	0.10	0.18	0.11	0.20	-0.02	0.09	0.08	0.09	1.00	
NDTS	-0.08	-0.07	-0.11	-0.05	-0.09	-0.02	-0.08	-0.11	0.11	0.06	1.00

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (4-15) الذي يوضح معاملات ارتباط بيرسون لجميع المتغيرات المفسرة نلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد المرتفع بين متغيرات الدراسة المفسرة حيث نجد أن أعلى نسبة ارتباط سجلت هي 31%.

2- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية: من أجل تقدير نموذج بيانات بانل يجب أن نبدأ أولاً بدراسة استقراريه السلاسل الزمنية والمقطعية لمختلف متغيرات النموذج الخاص بهذه الدراسة وذلك بالاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر شيوعاً واستخداماً وهذا بهدف الكشف عن خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة. ولقد أثبتت العديد من الدراسات القياسية، أنّ السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات المالية تتسم بعدم الاستقرار وهو ما ينتج عنها مشكلة الانحدار الزائف ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتم التحصل عليها، حيث تكون قيم  $R^2$  مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات.<sup>1</sup>

من أجل اختبار مدى استقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، فمنا بتطبيق اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) على كل متغير على حدى عن طريق استخدام مجموعة من الاختبارات للتأكد من خلو السلاسل الزمنية للمتغيرات من جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية الصفرية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر، ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية (Probability) فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرضية العدم بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محلّ الدراسة. وأهم الاختبارات الاحصائية المستعملة للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية :

- ✚ Levin, Lin & Chu t (LLC)
- ✚ Im, Pesaran and Shin W-stat (IPS)
- ✚ ADF - Fisher Chi-square (ADF)

<sup>1</sup> مروان محمد عايد أبو حمور، "أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف الاسلامية الأردنية : دراسة تطبيقية من (2000 - 2011)", اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الاسلامية، عمان، الأردن، 2014، ص60.

الجدول (4-16): إختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة المفسرة

عند التفاضل الأول (1) I		عند المستوى (0) I		نوع الاختبار	المتغيرات
الاحتمال (Prob)	الإحصائية (Statistic)	الاحتمال (Prob)	الإحصائية (Statistic)		
0,0000	62.7126-	0,0000	10,6779-	LLC	TD
0,0000	21.1978-	0,0000	5,81803-	IPS	
0,0000	1055.37	0,0000	664,125	ADF	
0,0000	45.8749-	0,0000	21,0357-	LLC	Tang
0,0000	16.8784-	0,0000	6,85260-	IPS	
0,0000	1052.14	0,0000	666,568	ADF	
0,0000	60.4832-	0,0000	71,4160-	llc	Grow
0,0000	30.6643-	0,0000	21,7449-	IPS	
0,0000	1603.66	0,0000	1156,41	ADF	
0,0000	66.4720-	0,0000	79,9807-	llc	Age
0,0000	342.126-	0,0000	369,082-	IPS	
0,0000	3117.30	0,0000	2775,61	ADF	
0,0000	95.9850-	0,0000	127,118-	llc	Liqu
0,0000	20.5012-	0,0000	14,9881-	IPS	
0,0000	1088.73	0,0000	673,245	ADF	
0,0000	51.5769-	0,0000	27,0019-	llc	Size
0,0000	15.3509-	0,0000	7,55211-	IPS	
0,0000	936.015	0,0000	712,647	ADF	
0,0000	50.0580-	0,0000	20,4501-	llc	Prof
0,0000	21.1963-	0,0000	5,76029-	IPS	
0,0000	1210.85	0,0000	632,715	ADF	
0,0000	42.3338-	0,0000	25,3457-	llc	NDTS
0,0000	15.0451-	0,0000	6,82221-	IPS	
0,0000	988.017	0,0000	692,465	ADF	
0,0000	109.274-	0,0000	32,3199-	llc	Inf
0,0000	58.2393-	0,0000	9,39914-	IPS	
0,0000	2582.06	0,0000	693,557	ADF	
0,0000	25.3955-	0,0000	23,6077-	llc	GDP
0,0000	8.47204-	0,0000	10,9397-	IPS	
0,0000	770.851	0,0000	781,758	ADF	
0,0000	51.5136-	0,0000	67,9082-	llc	Cap
0,0000	26.9664-	0,0000	28,7661-	IPS	
0,0000	1547.18	0,0000	1534,64	ADF	
0,0000	38.0629-	0,0000	43,0623-	llc	M2
0,0000	13.9201-	0,0000	15,9911-	IPS	
0,0000	942.357	0,0000	912,283	ADF	

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

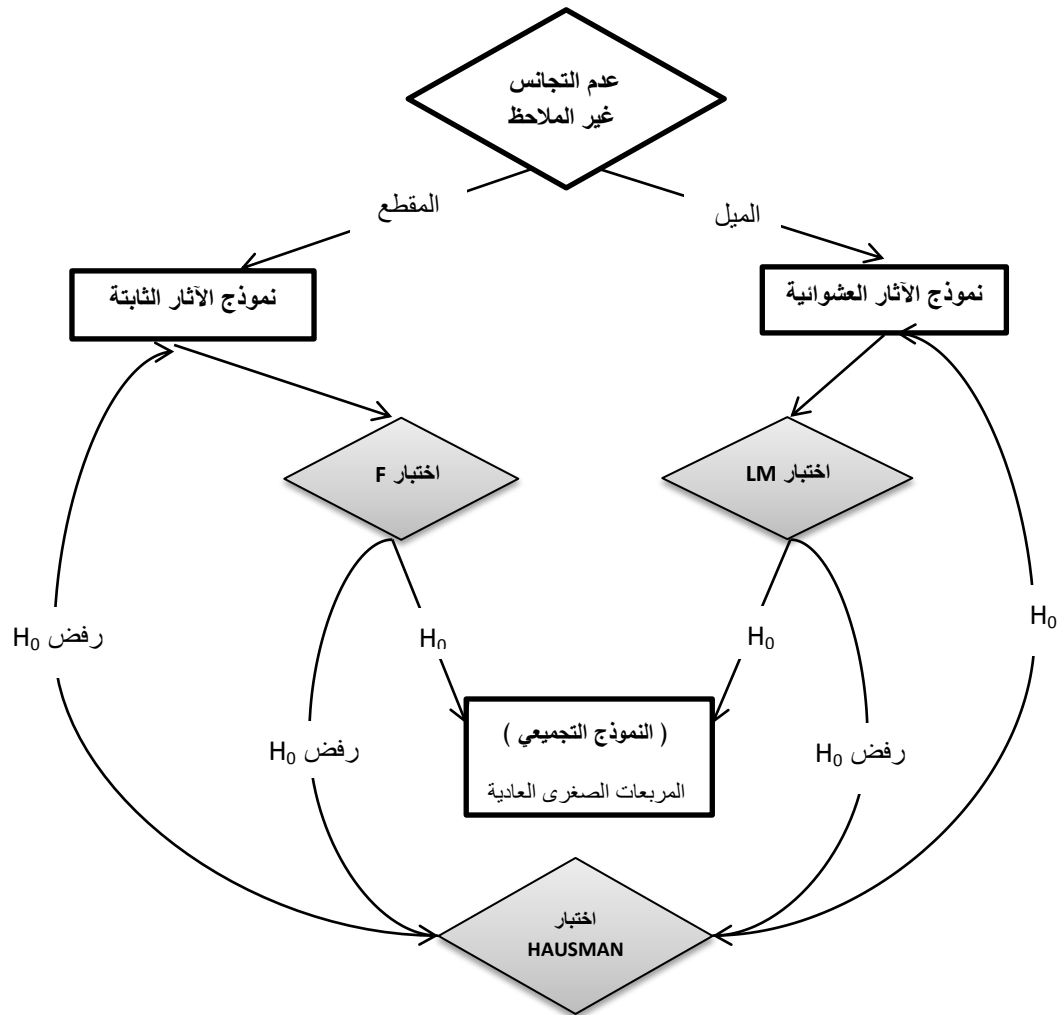


من خلال نتائج الاختبارات الثلاثة التي تظهر في الجدول ( 4-16)، نلاحظ أنها تتطابق فيما بينها وتشير بوضوح إلى غياب جذور الوحدة على مستوى جميع متغيرات الدراسة عند المستوى (Level) وعند التفاضل الأول. أي أنها تكشف عن استقرار هذه المتغيرات.

ثانياً: عرض نتائج النماذج القياسية واختيار النموذج الملائم للدراسة

يمكن عرض المنهجية المتبعة في بناء نماذج البيانات الزمنية المقطعية واختيار أنسبها لمعطيات الدراسة في المخطط (4-7) الموالي:

الشكل (4-7): مخطط توضيحي لكيفية اختيار نموذج الدراسة الملائم



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

Hun Myoung Park, « Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata », Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 2011. Available at :<http://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625>. (Acceded :11/06/2017)

الفصل الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015

1- عرض نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية: يمكن عرض نتائج النماذج الأساسية

للبيانات الزمنية المقطعية الثلاثة من خلال الجدول (4-17) التالي:

الجدول (4-17) نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية

Dependent Variable: ROE									
Sample: 2007 2015									
Periods included: 9									
Cross-sections included: 195									
Total panel (balanced) observations: 1746									
Variable	التمودج التجميعي			نمودج الآثار الثابتة			نمودج الآثار العشوائية		
	Method: Pooled OLS estimator			Method: Pooled OLS estimator			Method: Random effects or Within estimator		
	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic
C	0.1158306	0.0347497	3.33 (0.001)	-0.4260689	0.0903677	-4.71 (0.000)	-0.1070275	0.0610198	-1.75 (0.079)
M2	0.0898446	0.0527188	1.70 (0.089)	0.1009824	0.02925	3.45 (0.001)	0.0962737	0.0296333	3.25 (0.001)
GDP	0.1106967	0.1190956	0.93 (0.353)	0.150697	0.681316	2.21 (0.027)	0.1525875	0.0694984	2.20 (0.028)
LIQU	-0.0198715	0.0012413	-16.01 (0.000)	-0.0088317	0.000882	-10.01 (0.000)	-0.0095134	0.000883	-10.77 (0.000)
GROW	0.0112517	0.0091031	1.24 (0.217)	-0.0154503	0.0053581	-2.88 (0.004)	-0.0029859	0.0052498	-0.57 (0.570)
AGE	-0.0948464	0.0131255	-7.23 (0.000)	-0.1897497	0.0356975	-5.32 (0.000)	-0.104979	0.0244915	-4.29 (0.000)
NDS	0.0383345	0.1581083	0.24 (0.808)	-0.592723	0.1554947	-3.81 (0.000)	-0.6293592	0.149259	-4.21 (0.000)
PROF	-0.492831	0.0353847	-13.93 (0.000)	-0.295203	0.0277895	-10.62 (0.000)	-0.3339069	0.0274197	-12.18 (0.000)
CAP	-0.0078443	0.0080708	-0.97 (0.331)	-0.021071	0.006543	-3.22 (0.001)	-0.0168286	0.0062708	-2.68 (0.007)
INF	-0.051898	0.0832532	-0.62 (0.533)	0.0279927	0.0615004	0.46 (0.649)	0.0039626	0.599736	0.07 (0.947)
Size	0.057555	0.0049214	11.69 (0.000)	0.2158106	0.0181959	11.86 (0.000)	0.1009458	0.0101511	9.94 (0.000)
TANG	-0.000959	0.0002169	-0.44 (0.659)	0.0000744	0.000118	0.63 (0.528)	0.000526	0.0001208	0.44 (0.663)
R-squared = 0.2958 AdjR-squared= 0.2913			R-squared= 0.8351 AdjR-squared= 0.8132			R-squared			Within= 0.2113
									Between= 0.2135
									Overall= 0.2110
F(11, 1734)= 66.20 Prob>F = 0.0000			F(204, 1541)= 38.25 Prob>F = 0.0000			Wald chi2 (3) = 460.02 Prob>F = 0.0000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برمجية STATA 13.0

2- اختيار نموذج الدراسة المناسب: تتم المفاضلة بين نماذج بانل الثلاثة الرئيسية بالاعتماد على ثلاثة أساليب أو اختبارات وهي:

- أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة بتطبيق اختبار فيشر (F) Fisher (F)
- أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية بتطبيق اختبار مضاعف لاجرانج (LM) Lagrange Multiplier (LM)
- أسلوب الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية بتطبيق اختبار هوسمان (H) Hausman (H)

أ- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM)

من أجل الاختيار بين PRM و FEM نستخدم اختبار F المقيد بالصيغة التالية:

$$F(N - 1, NT - N - K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)} \quad \dots (15 - 4)$$

حيث أن K : هي عدد المعلمات المقدرة.

$R_{FEM}$  : معامل التحديد عند استخدام نموذج الآثار الثابتة.

$R_{PM}$  : معامل التحديد عند استخدام نموذج انحدار تجميعي.

يتم مقارنة نتيجة المعادلة (4-14) مع القيمة الجدولية لـ  $F(N-1, NT-N-K)$  فإذا القيمة المحسوبة أكبر أو تساوي القيمة الجدولية ( أو إذا كانت قيمة P-value أقل أو تساوي 0.05 ) عندئذ فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة:

$$F(193,1541) = \frac{(0.8351 - 0.2958)/(193)}{(1 - 0.8351)/(1541)} = 26.11$$

**F test that all  $u_i=0$ :  $F(193, 1541) = 26.11$  Prob > F = 0.0000**

قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية و ( Prob > F = 0.0000 ) وبالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي.

ب- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار العشوائية (REM)

من أجل الاختيار بين PRM و REM نستخدم إختبار مضاعف لاجرانج Lagrange Multiplier (LM) وفق بالصيغة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (T\bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2(1) \quad \dots (16-4)$$

إن هذا الاختبار يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية واحدة، أما الفرضية الصفرية والفرضية البديلة فهما على النحو التالي:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

حيث أنه إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار LM أكبر من القيمة الجدولية ل كاي تربيع عند درجة حرية 1 فهذا يعني أنه يمكن رفض فرضية الصفرية القائلة بأن نموذج الآثار العشوائية هو أفضل من النموذج التجميعي.

#### الجدول (4-18) نتائج اختبار مضاعف لاجرنج

$$TD[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]$$

	Var	sd = sqrt(Var)
TD	0.028844	0.1698363
e	0.0053869	0.0733956
u	0.0138618	0.1177363
Test: Var(u) = 0	chibar2(01) = 3190.03	
	Prob > chibar2 = 0.0000	

المصدر: مخرجات برنامج STATA13.0

توضّح نتيجة الاختبار أن Prob > chibar2 = 0.0000 وهي أقل من 0.05 وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تقترح أن النموذج التجميعي هو المناسب، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود آثار عشوائية. أي أن نموذج الآثار العشوائية هو أفضل من النموذج التجميعي.

ج- الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM): نقوم بالاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار هوسمان (Hausman test) حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

وتكون صيغة الاختبار على النحو التالي:

$$H: (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) [Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \sim \chi^2(k)$$

حيث أن  $Var(\hat{\beta}_{FEM})$  هو متجه التباين لمعاملات نموذج الآثار الثابتة و  $Var(\hat{\beta}_{REM})$  هو متجه التباين لمعاملات نموذج الآثار العشوائية حيث أن هذه الإحصائية لها توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقدارها  $K$ .

يكون نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت قيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي مربع ( $\chi^2$ ) الجدولية وعلى العكس سيكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج الآثار العشوائية.

$$\text{Critical value } \chi_{5\%}^2(10) = 26.757 < \text{Test statistic Hausman: } h \sim \chi^2(10) = 101.62$$

**Test: Ho: difference in coefficients not systematic**

$$\text{ch2}(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 101.62$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0000$$

بما أن قيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي مربع ( $\chi^2$ ) الجدولية، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب، وقبول الفرضية البديلة التي تُشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لتقدير محدّدات الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة.

ثالثاً: الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج المختار (نموذج الآثار الثابتة)

### 1- اختبار معنوية المعالم والمعنوية الكلية للنموذج

أ- اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدّرة: انطلاقاً من الجدول رقم (4-17) نجد أنّ أغلبية القيم المحتسبة لـ T (t-Statistic) لنموذج الآثار الثابتة وعددها تسعة (9) بالقيم المطلقة للمتغيرات المفسّرة أكبر من القيم الجدولية لتوزيع ستودينت والمقدّرة بـ 2 كما أنّ قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة لـ t-Statistic أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المفسّرة والتابع.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F test لاختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال نتائج التقدير التي تظهر في الجدول (4-17):

- إنّ قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج تقدر بـ  $R^2=0.8351$  وهي قيمة معتبرة جداً وعليه فإنّ المتغيرات المفسّرة تفسّر أو تتحكم في 83.51% من التغيرات التي تحصل في الهيكل التمويلي مما يدلّ على أنّ هناك ارتباط قوي بين الهيكل التمويلي والمتغيرات المفسّرة المُدرجة في النموذج، أما النسبة المتبقية (16.49%) فتفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمّنة في حد الخطأ.
- إنّ قيمة إحصائية فيشر المحسوبة  $F=38.25$  أكبر تماماً من القيمة الجدولية، حيث  $Prob > F = 0.000$  وهو ما يدلّ على علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسّرة وعليه فإنّ النموذج ككل له معنوية.

2- اختبار النموذج من الناحية القياسية: بعد أن تمّ التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية، سنقوم باختباره من الناحية القياسية لمعرفة مدى انسجامه وتطابقه مع الفرضيات الخاصة به.

أ- اختبار وجود الارتباط الذاتي للأخطاء: من بين الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها النموذج الخطّي، افتراض انعدام الارتباط الذاتي بين قيم البواقي. ولاختبار وجود هذا الارتباط من عدمه تمّ اللجوء إلى اختبار وولدريدج Wooldridge test، المُتاح على مستوى برمجية STATA13.0

حيث يعتمد هذا الاختبار على بواقي الانحدار المقدّر، حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

- فرضية العدم  $H_0$ : تنص على انعدام الارتباط الذاتي؛
- الفرضية البديلة  $H_1$ : تعني وجود ارتباط ذاتي موجب.

**H0: no first-order autocorrelation**

F( 1, 193) = 93.468

Prob > F = 0.0000

بما أن  $Prob > F = 0.0000$ ، فإنه يتم رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة التي تنص بوجود ارتباط ذاتي موجب.

#### ب- إختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

إنّ التباين المختلف هو نمط ممنهج (Systematic pattern) للأخطاء حيث يكون التباين في الأخطاء غير ثابت. ولقد تم استخدام اختبار وولد المعدّل (Modified Wald test) من أجل التأكد من ثبات التباين لحدود الخطأ من عدمه، وهذا من خلال دراسة عدم ثبات التباين في الأخطاء لكل مجموعة في نموذج الاثار الثابتة. وتكون الفرضية الصفرية على النحو التالي:

$H_0$ : التباين في الأخطاء ثابت بين الوحدات المقطعية، حيث:  $\sigma_i^2 = \sigma^2$  for  $i = 1 \dots N_g$  و  $N_g$ : هي الوحدات المقطعية (الشركات).

من خلال مخرجات البرنامج الاحصائي STATA نجد:

**Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model**

$H_0$ :  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (194) = 2.0e+05

Prob>chi2 = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA13.0

بما أن  $Prob > chi2 = 0.0000$ ، فإنه يتم رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود ثبات التباين لحد الخطأ.

#### رابعاً: التعامل مع مشكلة الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين

سيتم التعامل مع مشكلة عدم ثبات التباين من خلال استعمال طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لبائل Panel-Corrected Standard Errors اختصاراً طريقة (PCSE) والمقترحة من طرف Beck and Katz سنة 1995، حيث يتم تقدير معاملات النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية أو بطريقة Prais- Winsten . وتتطلب هذه الطريقة، عند احتساب الأخطاء المعيارية وتقدير التباين والتغاير، من افتراض أساسي هو أنّ حدود الخطأ العشوائي تتميز بعدم ثبات التباين ومرتبطة في آن واحد.

حيث نجد أنّ نموذج الانحدار الخطّي قائم على العديد من الفرضيات من بينها فرضية تجانس التباين وعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ، وبالتالي فإنّ استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) تحت ظل وجود مثل هذه المشاكل يجعل مقدراتها تفقد بعضاً من خصائصها المرغوب فيها، كما أنّ الاستدلال الاحصائي يصبح غير مقبول. وتحدث مشكلة عدم تجانس التباين عندما يختلف تباين الأخطاء باختلاف الوحدات المقطعية بسبب الخصائص الفريدة للوحدات على النحو التالي:

$$E(u_{ij}, u_{is}) = \begin{cases} \sigma_i^2 & \text{if } i = j \text{ and } S = t \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$$

وعليه فإنّ استخدام طريقة (OLS) تحت ظل مشكلة وجود مشكلة عدم تجانس التباين يجعل الاختبارات (t , F) سواء كانت معنوية أو غير معنوية والأخطاء المعيارية للمعاملات المقدّرة سواء كانت صغيرة أم كبيرة، غير معتمدة وغير صحيحة.<sup>1</sup>

أمّا مشكلة الارتباط الذاتي فهي من المشاكل الحساسة التي تظهر أثناء التحليل الاحصائي لبيانات معيّنة حيث تظهر عندما يحصل ارتباط ذاتي بين الأخطاء المتعاقبة والناجمة عن الفرق بين القيم المشاهدة والقيم التقديرية لمتغيّر الاستجابة، وهو ما يمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية في حالة وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى:

<sup>1</sup> سلمى ثابت ذاكر الأوسى، وديان حميد مجيد الربيعاوي، "دراسة مقارنة لبعض طرائق تقدير مصفوفة التباين والتباين المشترك الحصينة للمعاملات المقدرة بطريقة (OLS) في البيانات المقطعية"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، م 23، ع 98، جامعة بغداد، العراق، 2017، ص 390.



$$u_{it} = \rho u_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

وتعتبر طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized Least Square من بين بدائل طريقة المربعات الصغرى العادية التي يتم الاعتماد عليها لوضع التقديرات وانجاز الاستدلال الاحصائي في حالة وجود مشكلة عدم تجانس التباين ومشكلة الارتباط الذاتي، حيث يعتبر مقدر المربعات الصغرى المعممة أحسن مقدر خطي غير متحيز لمعاملات النموذج والذي يأخذ الشكل التالي:

$$y_{it} = \beta X'_{it} + (\alpha + u_i) + \varepsilon_{it}$$

حيث،  $\mu_i$  : يمثل العامل العشوائي المتعلق بالمشاهدة I وهو ثابت في الزمن.

ويتم تقدير موجه المعلمات  $\beta$  بطريقة GLS بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$\hat{\beta}_{GLS} = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} Y = \left( \sum_{i=1}^n X'_i \Omega^{-1} X_i \right)^{-1} \left( \sum_{i=1}^n X'_i \Omega^{-1} Y_i \right)$$

وبافتراض أن مصفوفة التباين والتباين المشترك  $\Omega$  التي تمثل أوزان البيانات معروفة، فإن مقدرات المعلمات تكون غير متحيزة مع أخطاء معيارية غير متحيزة ومتسقة هي أيضا. إلا أنه من النادر، إن لم يكن من المستحيل، أن تكون المصفوفة  $\Omega$  معلومة وعليه لا بد من تقديرها، وعندئذ يمكن تطبيق ما يسمى بطريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة FGLS.

غير أن *Beck & Kartz* (1995) بيّنا أنّ تقديرات التباين والتباين المشترك التي تنتجها طريقة FGLS تتميز بكونها مفرطة في الثقة عند تطبيقها على البيانات الزمنية المقطعية والتي يترتب عنها فترات ثقة صغيرة جداً وتزايد احتمالات وقوع خطأ من النوع I.

ومن أجل التعامل مع تركيبة الخطأ المعقدة هذه، اقترح *Beck & Kartz* (1995) طريقة أكثر فعالية، تستعمل نفس مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية، كونها تتصف بأنها غير متحيزة ومتسقة، مع إجراء تعديل على مصفوفة التباين والتباين المشترك وجعلها غير متحيزة بالشكل الذي يجعل الاختبارات المستخرجة وفترات الثقة الموضوعية مقبولة، والتي تسمى الأخطاء المعيارية

<sup>1</sup> Wiliam H. Green, "Econometric Analysis", 5<sup>th</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, USA, 2003, p.295.

المصححة لبائل (PCSE) حيث أن طريقة PSCE مصنّنة ضد إمكانية حدوث الأخطاء القياسية وتساهم في حل مشكلة عدم ثبات التباين والارتباط المتزامن.

ليكن لدينا النموذج العام للبيانات الزمنية المقطعية المعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$$i = 1 \dots n \quad \text{عدد المفردات} \quad t = 1 \dots t_i \quad \text{عدد الفترات}$$

حد الخطأ:  $\varepsilon_{it}$  والذي يمكن أن يكون مرتبطة ذاتيا خلال الزمن أو مرتبط بشكل متزامن بين المفردات  $i$ .

يمكن كتابة النموذج السابق بشكل أكثر تفصيلا على النحو التالي:

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

في النماذج التي تتميز بعدم ثبات التباين والارتباط المتزامن وبدون وجود ارتباط ذاتي فإنه يفترض أن تكون مصفوفة التباين المشترك للأخطاء على النحو التالي:

$$E[\varepsilon\varepsilon'] = \Omega = \begin{bmatrix} \sigma_{11}I_{11} & \sigma_{12}I_{12} & \dots & \sigma_{1n}I_{1n} \\ \sigma_{21}I_{21} & \sigma_{22}I_{22} & \dots & \sigma_{2n}I_{2n} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ \sigma_{n1}I_{n1} & \sigma_{n2}I_{n2} & \dots & \sigma_{nn}I_{nn} \end{bmatrix}$$

حيث أن  $\sigma_{ii}$  هو تباين الأخطاء للمفردة  $i$ .  $\sigma_{it}$  هو التباين المشترك للأخطاء بين المفردة  $i$  والمفردة  $t$  عندما تكون فترات المفردات متطابقة.  $I$  هي مصفوفة الوحدة  $T_i$  على  $T_i$  في نماذج بانل المتوازنة. كما يمكن كتابة المصفوفة السابقة على النحو التالي:

$$E[\varepsilon\varepsilon'] = \sum_{n \times n} \otimes I_{T_i \times T_i}$$

حيث  $\Sigma$  هي مصفوفة التباين المشترك مفردة بمفردة و  $I$  هي مصفوفة الوحدة.

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) يتم تقدير  $\beta$  للنموذج أعلاه على النحو التالي:

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1}X'Y$$

أما التباين الخاص بهذا التقدير يكون بالصيغة التالية:

$$Var(\hat{\beta}) = E[(\hat{\beta} - \beta)(\hat{\beta} - \beta)'] = (X'X)^{-1}X'\Omega X(X'X)^{-1}$$

حيث أن:  $E[\varepsilon\varepsilon'] = \Omega$  والتي تمثل مصفوفة التباين والتباين المشترك للأخطاء.

وفي حالة استقلالية الأخطاء وتجانس التباين فإن:  $\Omega = \sigma^2 I_n$  وعندئذ تصبح المعادلة بالصيغة

$$Var(\hat{\beta}) = \sigma^2 (X'X)^{-1} \quad \text{التالية:}$$

وعليه عند تحليل نماذج بانل بوجود مشكلة عدم تجانس التباين والارتباط المتزامن فإن الصيغة سوف تعتمد في تقدير مصفوفة التباين والتباين المشترك الحصينة وذلك من خلال تقدير القطر الرئيس لمصفوفة  $\Omega$  مع  $N \times N$  مصفوفة التباينات المشتركة ( $\Sigma$ ) المتزامنة على طول القطر. باستعمال خاصية الاتساق التي تتمتع بها طريقة المربعات الصغرى العادية يمكن تقدير ( $\Sigma$ ) بواسطة بواقي OLS بالصيغة التالية:

$$\hat{\Sigma}_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^{T_{ij}} e_{it} e_{jt}}{T_{ij}}$$

$$PCSE = (X'X)^{-1}X'\Omega X(X'X)^{-1} \quad \text{وعليه فإن:}$$

ويتم تقدير معاملات النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) إذا لم يكن النموذج يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي، وأسلوب Paris – Winsten إذا تم تشخيص حالة ارتباط ذاتي وأردنا التعامل معها. حيث يستعمل أسلوب Paris – Winsten طريقة المربعات الصغرى المعممة لتقدير المعلمات في نماذج الانحدار الخطي حيث تكون الأخطاء مرتبطة ذاتياً، وعلى وجه التحديد تكون مرتبطة من الدرجة الأولى.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://www.stata.com/manuals13/tsprais.pdf#tsprais> (Acceded : 10/10/2017)

المطلب الرابع: عرض ومناقشة نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)

سيتم عرض نتائج نموذج الأخطاء المعيارية المصححة لبائل ومناقشتها على ضوء التنبؤات

النظرية والنتائج التطبيقية للدراسات السابقة.

أولاً: نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)

يمكن عرض نتائج نموذج بانل للأخطاء المعيارية المصححة على النحو الموضح في الجدول

(19-4) الموالي:

الجدول (19-4) : نتائج نموذج بانل المصحح

TD	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
M2	0.0849882	0.0332177	2.56	0.011	0.0198827	.1500937
GDP	0.0683625	0.0827039	0.83	0.408	-0.0937341	0.2304592
TANG	0.0000318	0.0000754	0.42	0.673	-0.000116	0.0001796
LIQU	-0.0072298	0.0009883	-7.32	0.000	-0.0091667	-0.0052928
GROW	-0.0116243	0.0065455	-1.78	0.076	-0.0244533	0.0012047
AGE	-0.1665584	0.0448526	-3.71	0.000	-0.2544678	-0.078649
NDTS	-0.55173	0.184593	-2.99	0.003	-0.9135257	-0.1899344
PROF	-0.2595959	0.0355436	-7.30	0.000	-0.3292601	-0.1899317
CAP	-0.0150361	0.0068834	-2.18	0.029	-0.0285273	-0.0015448
INF	0.0371575	0.0496606	0.75	0.454	-0.0601755	0.1344906
SIZE	0.2110301	0.0308785	6.83	0.000	0.1505094	0.2715508
c	-0.4238124	0.1568532	-2.70	0.007	-0.731239	0-.1163858
R-Squared = 0.7512			Wald chi <sup>2</sup> (19)= 1118.92			
Rho = 0.3579414			Prob > chie <sup>2</sup> = 0.0000			

لمصدر: مخرجات برنامج STATA13.0

ثانياً: نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي وخصائص الشركات

تشير نتائج الانحدار المتعدد والتي يوضّحها الجدول (5-19) إلى أنّ المتغيرات المفسّرة التي يتضمّنها النموذج تفسّر 75.12% من التغيرات التي تحدث على المتغير التابع (نسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي) وأنّ النموذج كما توضّحه إحصائية «Wald chi<sup>2</sup>» ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99.95% وأن نسبة الخطأ في قبول النموذج تساوي صفر (0)، حيث كشفت النتائج أنّ سبعة (7) متغيرات مستقلة بالنموذج لها علاقة معنوية بالمتغير التابع.

**1- العلاقة بين الحجم والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (1%) بين الحجم وبين نسبة الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة وهو ما يتفق مع العديد من نتائج الدراسات السابقة مثل دراسة *Gondes et al* (1988) ودراسة *Lieu et al* (2009) ودراسة *Titman* (1988) والتي خلصت جميعها إلى أنّ المؤسّسات كبيرة الحجم تميل إلى زيادة نسبة الاقتراض في هياكلها التمويلية بسبب قدرتها على خدمة الدين وانخفاض احتمالات إفلاسها بالإضافة إلى أنّها تستطيع الاقتراض بمعدّلات فائدة أقل. بالإضافة إلى ذلك، نجد أنّ الشركات الصناعية العربية الكبرى تمتلك موارد وأصول مالية متنوّعة تزيد من ملاءمتها، وهو ما يُشجّع المقرضين على إقراض هذه الشركات وشراء سنداتهما بسبب الثقة العالية فيها.

**2- العلاقة بين السيولة والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (1%) بين السيولة ونسبة الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة، وهذه النتيجة تدعم نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي ترى أنّ زيادة السيولة في الشركة يُغنيها عن اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وهو ما ينسجم ما نتائج الدراسات التجريبية لكل من *Yuan xin Lieu et al* (2009) و *Bilal sharif et al* (2012)، وعليه فإنّ السّلوّك التمويلي للشركات الصناعية العربية يتميز بالتحفّظ وعدم المغامرة باللجوء إلى الاقتراض من الغير إلّا في حالات عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي أو عند الوقوع في حالة تعثر مالي.

**3- العلاقة بين الربحية والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (1%) بين مؤشّر الربحية وبين نسبة الاقتراض المالي في الهياكل

التمويلية للشركات محلّ الدراسة وهو ما يتفق مع تنبؤات نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، والتي تنصّ على أنّه بزيادة الربحية تميل الشركات إلى الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي ذات التكاليف المنخفضة، وفي حالة عدم كفايتها فإنّها تلجأ إلى الاقتراض الخارجي. وتتفق هذه الاستنتاجات مع الكثير من نتائج الدراسات التجريبية السابقة مثل دراسات *Kesetr* (1986) و *Friend & Hasbrank* (1988) و *Ostekin* (2009) و *Pathak* (2010).

4- العلاقة بين معدّل النمو والهيكل التمويلي: تُظهر مخرجات النموذج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدّل النمو ونسبة الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة (حيث بلغت قيمة الاحتمالية 0.076) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية (5%) وهذا يتعارض مع العديد من نتائج الدراسات التجريبية السابقة التي تشير إلى وجود علاقة موجبة بين نمو الشركة ونسبة الديون في هيكلها التمويلي. إلا أن هذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسات كل من *Gupta* (1969) و *Titman & Wesseles* (1988) والتي أكدت على عدم وجود علاقة بين نمو الشركة ونسبة القروض في الهيكل التمويلي.

5- العلاقة بين عمر المؤسسة والهيكل التمويلي: تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين عمر الشركات محلّ الدراسة ونسب الاقتراض في هياكلها التمويلية للشركات محلّ الدراسة، وهو ما يتسق مع ما جاءت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي ترى أنّ مشكل عدم تماثل المعلومات الذي تعاني منه الشركات الحديثة في النشاط بشكل أكبر مقارنة بالشركات القديمة، يدفعها للاعتماد أكثر على الأموال المقترضة في التمويل، عكس ما ذهب إليه نظرية الموازنة، التي ترى أنّ العلاقة بين العمر والاقتراض علاقة طردية حيث فسرت ذلك بكون أنّ المؤسسة كلّما عمّرت أكثر، كلّما زادت قدرتها في الحصول على القروض من الأطراف الخارجية بسبب السمعة والشهرة والقدرة على الاستمرار في النشاط الاقتصادي التي تكتسبها مع مرور السنوات.

ومن التفسيرات الأخرى التي يمكن ذكرها لتفسير العلاقة السالبة بين المتغيرين، أن الشركات الصناعية العربية الأكبر سنّاً استطاعت خلال فترة نشاطها الطويلة، تجميع أرصدة معتبرة من

الأموال الخاصة من خلال عمليات التمويل الذاتي، جعلتها تستغني عن اللجوء إلى الاقتراض أو التقليل منه.

**6- العلاقة بين هيكل الأصول والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول وبين نسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة (حيث بلغت قيمة الاحتمالية 0.673) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية (5%) للشركات محلّ الدراسة وهذا يخالف أغلب نتائج الدراسات التجريبية السابقة التي نصّت على وجود تأثير لتشكيلة الأصول على الهيكل التمويلي مثل ما جاء في دراسات *Marsh* (1982) و *Titman & Wesseles* (1988) و *Ferri & Jones* (1979). ويرجع سبب ذلك بالأساس، إلى السياسة التمويلية المحافظة التي تتبناها الشركات الصناعية العربية، والتي تعتمد بشكل أكبر على التمويل الداخلي والتقليل من اللجوء إلى القروض في التمويل.

**7- العلاقة بين الوفورات الضريبية البديلة والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين الوفورات الضريبية البديلة ونسب الاقتراض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة، وهو ما ينسجم مع أغلب الدراسات النظرية والتطبيقية مثل دراسة *DeAngelo & Masulis* (1980) التي تُشير إلى أنّ الوفورات الضريبية الناتجة عن أعباء غير أعباء القروض يمكن أن تكون بديلا عن الوفورات الضريبية التي تنتج عن التمويل بالقروض، ومن ثمّ فإنّ المؤسسات التي يمكنها تحقيق وفورات ضريبية مرتفعة بديلة، يتوقّع أن تنخفض نسبة الاقتراض في هياكلها التمويلية.

### ثالثا: نتائج التحليل القياسي للعلاقة بين الهيكل التمويلي ;خصائص البيئة المحيطة

**1- العلاقة بين التضخم والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدّل التضخم وبين نسبة الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة (حيث بلغت قيمة الاحتمالية 0.454) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية (5%) وهو ما لا يتوافق مع الكثير من التفسيرات النظرية والدراسات التجريبية، مثل دراسة كل من (1978) *Jeffrey* ودراسة *Modigliani* (1982) والتي أكّدت على أن الفترات الزمنية التي تتميز بمستويات تضخم مرتفعة تعتبر أوقانا مناسبة للتوسّع في الاقتراض وهذا من أجل الاستفادة من ثبات

تكاليف القروض مقارنة بتكاليف مصادر التمويل الأخرى التي تعرف تزايداً مضطرباً تماشياً مع زيادة معدلات التضخم.

**2- العلاقة بين معدل نمو الناتج المحلي الخام والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدّل نمو الناتج المحلي الخام وبين نسبة الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة (حيث بلغت قيمة الاحتمالية 0.408) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية (5%) وهو ما يعاكس بعض الدراسات التجريبية التي تشير إلى وجود علاقة عكسية بين معدّل نمو الناتج المحلي الخام ونسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي، حيث أنّه عندما يكون اقتصاد الدولة في حالة ركود فإنّ الشركات تفضّل التمويل من خلال الأسهم على غيرها من أساليب التمويل بالدين، لأن المخاطر المرافقة للتمويل بالأسهم عادة ما تكون أقلّ من غيرها، في حين أنّه عندما تكون الأوضاع الاقتصادية جيدة فإنّ الشركات تميل أكثر إلى التمويل من خلال الدين من أجل تسريع عملية النمو.

**3- العلاقة بين رسملة سوق الأوراق المالية والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين معدّل نمو رسملة سوق الأوراق المالية وبين نسب القروض المالية في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة ، وتتسق هذه النتيجة مع نظرية توقيت السوق التي تشير إلى العلاقة بين الظروف العامة في سوق المال والقرارات التمويلية في المؤسسة، حيث أن اتّساع سوق الأوراق المالية وارتفاع أسعار الأسهم فيه، شجّع الشركات الصناعية العربية على إصدار مزيداً من الأسهم العادية بدلاً من اللجوء للاقتراض.

**4- العلاقة بين معدّل نمو عرض النقود في الاقتصاد والهيكل التمويلي:** تُظهر مخرجات النموذج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدّل نمو عرض النقود في الاقتصاد وبين نسب القروض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة عند مستوى معنوية (5%) ، وهو ما يتفق مع الكثير من الدراسات التجريبية التي أشارت إلى أنه بزيادة عرض النقود في الاقتصاد، تزيد السيولة في البنوك وتخفض تكلفة الأموال المقترضة ، الأمر الذي يشجّع الشركات على المزيد من الاقتراض.



## خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل العوامل التي تؤثر في اختيار الهيكل التمويلي لعينة من 194 شركة صناعية عربية تنتمي إلى 12 دولة عربية ومقيّدة في 13 سوق مالي عربية وهذا خلال الفترة 2007-2015. حيث انقسمت الدراسة إلى محورين أساسيين، تطرّق المحور الأول لتحليل دور الجهاز المصرفي والأسواق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية العربية، حيث أظهرت الدراسة وفرة وتنوّع في مصادر التمويل المتاحة للشركات الصناعية العربية، وهو ما يتيح لها مجالاً واسعاً للمفاضلة بينها من أجل اختيار أفضلها وتشكيل هيكل التمويل المناسب. أمّا المحور الثاني لهذا الفصل فتناول دراسة إحصائية وقياسية لنسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة والعوامل المؤثرة فيها، حيث توصلت الدراسة التطبيقية إلى مجموعة من النتائج أهمّها:

- ✓ عرفت نسب الاقتراض المالي في الشركات الصناعية العربية استقراراً خلال فترة الدراسة ولم تتأثر بالأزمة المالية العالمية وتقلّبات أسعار النفط العالمية، كما أنّها جاءت متناسقة مع النسب المعيارية الدولية حيث أنّها لم تتجاوز 23% بالمتوسط حسب الدول.
- ✓ أظهرت نتائج اختبار التباين الأحادي وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية في مستويات الرفع المالي بين الدول العربية وبين قطاعات النشاط الصناعي المختلفة وهذا يعني أن مستويات الاقتراض لدى الشركات محلّ الدراسة تتأثر بعوامل الدولة محلّ النشاط وبخصائص قطاع النشاط.
- ✓ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمجموعة من العوامل الممثلة لخصائص الشركات محلّ الدراسة على نسب الرفع المالي في هياكلها التمويلية، وتتمثل هذه العوامل في العمر، الربحية، السيولة الحجم والوفورات الضريبية البديلة. في حين لم يكن لهيكل الأصول ومعدّل النمو علاقة ذات دلالة إحصائية مع الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية.
- ✓ فيما يخص العناصر المتعلقة بخصائص البيئة المحيطة، فإن نتائج الدراسة الإحصائية بيّنت وجود علاقة بين معدّل نمو رسملة سوق الأوراق المالية ومعدّل نمو السيولة النقدية من جهة وبين نسبة القروض المالية في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة من جهة أخرى. في حين لم تكن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدّل التضخّم ومعدّل نمو الناتج المحلي الخام من جهة، وبين نسبة القروض المالية في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة من جهة أخرى.

## **الفصل الخامس:**

**أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة**

**الشركات الصناعية المدرجة في البورصات**

**العربية خلال الفترة 2007-2015**

## تمهيد

يعتبر موضوع تأثير الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة وقيمتها من المواضيع التي نالت حظاً وافراً من الدراسات النظرية والأبحاث التطبيقية في أماكن مختلفة من العالم، خاصة في اقتصاديات الدول المتقدمة. غير أن هذه الدراسات لم تتوصل إلى نتائج ثابتة ومستقرة حول قوة وطبيعة العلاقة المفترضة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للمؤسسة، حيث أن نتائجها اختلفت باختلاف مكان وظروف إنجاز الدراسة، وبالطريقة التي تمّ بها اختيار المتغيرات الممثلة لعناصر الدراسة وكيفية قياسها والأساليب الإحصائية التي تمّ الاعتماد عليها لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

سنحاول في هذا الجزء من الدراسة، في ضوء ما أسفرت عنه مراجعة الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية حول علاقة قرارات التمويل بالأداء المالي للمؤسسة، تطوير نموذجين تطبيقيين للكشف عن طبيعة وقوة العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة المدرجة في البورصات العربية والأداء المالي لها، مقياساً بربحية الأموال الخاصة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2015، باستعمال نموذج الانحدار المتعدّد باستخدام تقنية المربعات الصغرى وأسلوب البيانات الزمنية لمقطعية نظراً لملائمة هذه الأساليب لطبيعة بيانات الدراسة.

لبلوغ أهداف الدراسة، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** الدراسات التطبيقية السابقة ذات الصلة.

**المبحث الثاني:** منهجية الدراسة.

**المبحث الثالث:** التحليل القياسي لأثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية العربية

خلال الفترة 2007-2015.

### المبحث الأول: الدراسات التطبيقية السابقة ذات الصلة

يُساعد الاطلاع ومراجعة الدراسات السابقة على استخلاص العبر، من أجل ضمان العمل وفق منهجية علمية سليمة. كما أنّ الاستعانة بالأفكار والنتائج التي تمّ توصل إليها في تلك الدراسات من شأنه أن يُساعد في توجيه الباحث نحو الإجراءات السليمة لتحقيق أهداف الدراسة واستكمال الجوانب التي وقفت عندها الدراسات السابقة، بالإضافة إلى مقارنة النتائج المتوصل إليها مع نتائج تلك الدراسات.

ولقد قام الباحث بالاطلاع على العديد من الدراسات التطبيقية التي تناولت العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للمؤسسة، وفي ضوء ما تمّ الاطلاع عليه من دراسات سوف يتم عرض نتائج بعض الدراسات التي تمت على مستوى الوطن العربي وعلى المستوى العالمي خلال عشرين (20) سنة الأخيرة.

### المطلب الأول: الدراسات التطبيقية العربية السابقة

تعتبر الدراسات التطبيقية التي تناولت العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية العربية قليلة نسبياً مقارنة بالدراسات التي تمت في الدول المتقدمة اقتصادياً، بسبب عزوف الباحثين عن إنجازها نظراً لعدم توفر قواعد بيانات عن الشركات الاقتصادية العربية من جهة، وبسبب ضعف كفاءة الأسواق المالية العربية من جهة أخرى. واقتصرت أغلب هذه الدراسات على عدد قليل من المؤسسات، ولم تتعدّ الحدود المكانية لها نطاق الدولة الواحدة.

### أولاً: عرض الدراسات التطبيقية العربية السابقة

سنستعرض، بشكل مختصر، بعض الدراسات السابقة التي أجريت في عدد من الدول العربية والتي تتشابه أهدافها البحثية مع أهداف الدراسة الحالية الذي نحن بصدد إنجازها في هذا الفصل.

1- دراسة: موفق رفاعي عبد الرحمان هناندة (2007) بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن 1996-2006".<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر هيكل التمويل على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، حيث استخدمت الدراسة خمسة (5) من المتغيرات لتحقيق ذلك، منها ثلاثة متغيرات مفسرة تتعلق بالهيكل التمويلي ممثلة في القروض طويلة الأجل والتمويل من خلال أسهم رأس المال والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، ومتغيرين تم اعتبارهما كمتغيرين ضابطين هما حجم وعمر الشركة، أما المتغير التابع فتمثل في الأداء المالي ممثلاً بمعدل الربحية ومؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد قام الباحث بدراسة مجتمع الدراسة البالغ 88 شركة مساهمة عامة صناعية مدرجة في بورصة عمان في الأردن عام 2006، أما عينة الدراسة فقد اشتملت على 48 شركة. واستخدم الباحث نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة التي تربط المتغير التابع مع المتغيرات المفسرة.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التمويل بالأموال الخاصة والأداء المالي للشركات. أما التمويل بالقروض طويلة الأجل فقد بينت الدراسة أنّ لها أثر عكسي على نسب الأداء المالي للشركات، في حين أنّ الدراسة أظهرت أنّ التمويل بأسهم رأس المال كان له أثر عكسي، فكلما زاد التمويل بالأسهم انخفضت نسب الأداء المالي لهذه الشركات. كما بينت الدراسة أنّ التمويل بالأرباح المحتجزة كان له أثر إيجابي على الأداء المالي للشركات وأنّ هناك آثاراً إيجابية لكل من عمر الشركة وحجم مبيعاتها على مؤشرات الربحية فيها.

2- دراسة: ثائر قدومي بعنوان (2009) بعنوان: "قرار التمويل وأثره على أداء الشركة - دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 1999-2008".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> موفق رفاعي عبد الرحمان هنانده، "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996-2006)"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية عمان العربية للدراسات العليا، جامعة الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2007

<sup>2</sup> ثائر قدومي، "قرار التمويل وأثره على أداء الشركة - دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية 1999-2008"، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2009. متاح على الموقع: [https://www.asu.edu.jo/ar/Economics/thair\\_lion/Pages/Personal-Information.aspx](https://www.asu.edu.jo/ar/Economics/thair_lion/Pages/Personal-Information.aspx) (تاريخ الاطلاع 2016/04/15)

هدفت الدراسة إلى بحث أثر قرارات الشركة المتعلقة بالهيكل التمويلي على أداء وعوائد الشركة من خلال دراسة العلاقة بين مديونية الشركة وأثرها على كل من عائد السهم الواحد وتوزيعات السهم الواحد والقيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم والعائد على الموجودات والعائد على حقوق المساهمين، من خلال تحليل هذه العلاقة على عينة من 53 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية باستخدام التحليل الإحصائي لتحديد معامل الارتباط (R) حتى يمكن التعرف على نوع ودرجة العلاقة بين المتغير المفسر والمتغيرات التابعة وأيضاً معامل التحديد ( $R^2$ ) للتعرف على مدى تأثير المتغير المفسر على المتغيرات التابعة، كما تم، أيضاً، حساب معامل الانحدار ( $\beta$ ) لتحديد مقدار التغير في المتغير التابع الناشئ عن التغير في المتغير المفسر بمقدار وحدة واحدة. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من نسبة المديونية والقروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل ومتغيرات الدراسة باستثناء وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة المديونية والعائد على الاستثمار.

3- دراسة: جميل حسن النجار (2013) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة اختبارية"<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية، العائد على الأصول (ROA) والعائد على الأموال الخاصة (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) ونمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج Tobin's q ومعرفة أيها أكثر تأثراً بالرفع المالي. وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من عشرين (20) شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة لدراسة (2004-2011). كما تم استخدام نماذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية وعلى القيمة السوقية للشركة وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. كما تضمنت الدراسة توصيات

<sup>1</sup> حسن جميل النجار، "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة اختبارية"، مجلة جامعة الأزهر، سلسلة العلوم الإنسانية، م15، ع1، غزة، فلسطين، جوان 2013،

بضرورة قيام الشركات العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى نسبة الرفع المالي المناسبة التي تضمن تأثير إيجابي لاستعمال القروض على الأداء المالي لها.

4- دراسة: **Abdullah Ewayed M. Twairesh (2014)** بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات في المملكة العربية السعودية".

« The impact of capital structure on firm's performance evidence from saudi arabia ».<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الهيكل التمويلي على أداء الشركات غير المالية العاملة في السعودية كإحدى الدول ذات الاقتصاديات الناشئة، وتم استعمال أسلوب البيانات الزمنية المقطعية لتحليل البيانات لعينة من 74 شركة خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2012. واهتمت الدراسة بتحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي، معبّراً عنه بنسب الاقتراض بأنواعه قصير، متوسط، طويل الأجل وإجمالي الاقتراض من جهة، والأداء المالي للشركات معبّراً عنه بالعائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة من جهة أخرى. وتم استعمال متغير حجم المؤسسة كمتغير ضابط. وأظهرت الدراسة وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية لنسب الاقتراض المختلفة على العائد على الأصول، في حين كانت نسبة الاقتراض طويل الأجل وحدها من لها علاقة سالبة على العائد على الأموال الخاصة.

5- دراسة: **توفيق عبد الجليل (2014)** بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية".<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الهيكل التمويلي على الأداء في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالي لمدة خمس سنوات من سنة 2008 إلى سنة 2012، حيث استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، ونسبة التغير السنوي في الأصول ومعدل دوران الأصول على كل من العائد على

<sup>1</sup> Abdullah Ewayed M. Twairesh, « The impact of capital structure on firm's performance evidence from saudi arabia », Journal of Applied Finance & Banking, vol. 4, N° 2, 2014.

<sup>2</sup> توفيق عبد الجليل، "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، المجلة الأردنية للأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، م10، ع3، 2014.

الاستثمار والعائد على الأموال الخاصة، كما استخدمت معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة لتدعيم نتائج الانحدار المتعدد، وأظهر تحليل معامل الانحدار المتعدد لبيانات الدراسة النتائج التالية:

✓ وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار، ولم يجد تحليل معامل الانحدار أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون إلى الأموال الخاصة على العائد على الاستثمار.

✓ وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون إلى الأموال الخاصة على العائد على الأموال الخاصة، ولم يجد تحليل معامل الانحدار أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على الأموال الخاصة.

✓ وجود أثر طردي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية لمعدّل دوران الأصول ونسبة النمو على العائد على الاستثمار وأثر طردي ذو دلالة إحصائية لمعدّل دوران الأصول ونسبة النمو على العائد على الأموال الخاصة.

#### 6- دراسة: عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران (2014) بعنوان:

"علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة - دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011".<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين الهيكل التمويلي لشركات القطاع الصناعي وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والربحية مقاسة بالعائد على الموجودات. ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تمّ الاعتماد على البيانات المالية المنشورة لـ 14 شركة تشكّل عينة الدراسة خلال الفترة 2004-2011. وتمّ استخدام الاحصاء الوصفي والانحدار البسيط لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة حيث أظهرت نتائج الدراسة أنه لا توجد علاقة بين المتغير المفسر الهيكل التمويلي، ممثلاً بنسبة المديونية، والمتغير التابع الربحية، ممثلاً بالعائد على الموجودات.

<sup>1</sup> عبد الخالق ياسين البدران و عادل حاتم ناصح، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية من 2004-2011"، مجلة العلوم الاقتصادية كلية الإدارة والاقتصاد، البصرة، العراق، م10، ع37، 2014.



7- دراسة: Ayad Shaker Sultan<sup>1</sup> , Mustafa Hassan Mohammad Adam (2015)

بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على الربحية: تحليل تطبيقي على الشركات العراقية المُدرجة"

(The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in iraq ).<sup>1</sup>

بحثت هذه الدراسة في أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات الصناعية المُدرجة في السوق المالي العراقي لفترة 10 سنوات من سنة 2004 إلى سنة 2013 حيث تمّ استخدام لهذا الغرض، نموذج الانحدار المتعدّد من خلال طريقة المربّعات الصغرى (OLS) وتوصّلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي على ربحية الشركات المقيدة في البورصة العراقية، وفي المقابل وجدت الدراسة تأثير سلبى للربحية وحجم المؤسسة على الهيكل التمويلي. وتوافقت نتائج هذه الدراسة مع تنبّوات نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل ونظرية الإشارة.

8- دراسة: Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul (2015) بعنوان:

"أثر قرارات التمويل على أداء المؤسسات المغربية: حالة شركات قطاعات العقار ومواد البناء".

« Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : cas des sociétés cotées des secteurs immobilier et matériaux de construction ».<sup>2</sup>

فحصت هذه الدراسة تأثير الهيكل التمويلي على أداء المؤسسات المغربية التي تنشط في مجال البناء ووسائل الانجاز من منظور نظرية التمويل التدريجي. وأظهرت الدراسة علاقة سلبية بين استعمال القروض طويلة الأجل والأداء المالي للمؤسسة في حين كانت العلاقة بين القروض قصيرة الأجل والأداء المالي علاقة موجبة. أمّا التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة فلم يكن له أثر على

<sup>1</sup> Ayad Shaker Sultan<sup>1</sup> and Mustafa Hassan Mohammad Adam, « **The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in iraq** », European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.3, N°.2, pp.61-78,, December 2015.

<sup>2</sup> Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul, « **Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : cas des sociétés cotées des secteurs immobilier et matériaux de construction** », séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche à l'université Jean Moulin LYON 3- France, Juin 2015, HAL archives-ouvertes.fr, Disponible sur le site :<https://www.researchgate.net/publication/301593972>.

الأداء المالي مهما كان المؤشر المستخدم في القياس. كما كان للتمويل الذاتي، هو أيضا، تأثيرا سلبيا على الأداء المالي.

9- دراسة: عبد الله حمود الخشاب (2016) بعنوان: "هيكل رأس المال وأثره على سعر السهم في الشركات الصناعية الكويتية المدرجة في البورصة الكويتية 2007-2014".<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال على سعر السهم في الشركات الصناعية الكويتية المدرجة في البورصة الكويتية، حيث شكّلت عيّنة الدراسة، التي تتكون من 24 شركة، ما نسبته 60% من مجتّع الدراسة. وتمّ استخدام الاحصاء الوصفي وتحليل الانحدار الخطّي المتعدّد لتقييم العلاقة بين متغيّرات الدراسة. حيث أظهرت النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال بأبعاده (التمويل بالقروض طويلة الأجل والسندات، التمويل بأسهم رأس المال العادية، التمويل بأسهم رأس المال الممتازة، التمويل من الأرباح المحتجزة واحتياطات رأس المال) على سعر السهم في الشركات الصناعية المدرجة في البورصة الكويتية.

وقدّمت الدراسة عددا من التوصيات، أهمّها الاعتماد على مصادر التمويل الخاصة (الداخلية والخارجية) لتمويل هيكل رأس المال وذلك لانخفاض تكاليفها ولتأثيرها الإيجابي على سعر السهم لهذه الشركات.

10- دراسة: بلخير بكاري، عبد الرحمان دغموم (2017) بعنوان: "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية: دراسة تطبيقية لعيّنة من المؤسّسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)".<sup>2</sup>

إهتمت هذه الدراسة بتحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية للشركات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود الجزائرية، حيث تمّ أخذ عيّنة مكوّنة من خمسة (5) شركات خلال

<sup>1</sup> عبد الله حمود الخشاب، هيكل رأس المال وأثره على سعر السهم في الشركات الصناعية الكويتية المدرجة في البورصة الكويتية (2007-2014)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة الدراسات العليا، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2016.

<sup>2</sup> بلخير بكاري وعبد الرحمان دغموم، "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية: دراسة تطبيقية لعيّنة من المؤسّسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)"، مجلة دراسات، جامعة الأغواط، الجزائر، ع 28، جانفي 2017.

الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2014، وتم استخدام أسلوب البيانات الزمنية المقطعية لدراسة العلاقة بين الرفع المالي كمتغير مستقل، مُقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة، والمردودية المالية كمتغير تابع رئيسي، بالإضافة إلى متغيرات تابعة فرعية أخرى تتمثل في مركبات المردودية المالية. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي من جهة والمردودية المالية ومركباتها المتمثلة في نسبة الربحية الاجمالية ومعدل دوران الأصول والنسبة الهيكلية من جهة أخرى. ومن ثم أوصت الدراسة بضرورة التقليل من حجم الديون نظرا لارتفاع أعبائها المالية التي تؤثر سلبا على المردودية المالية.

#### ثانيا: التعقيب على الدراسات التطبيقية العربية السابقة

يمكن التعقيب على الدراسات السابقة وتحديد أوجه الاستفادة منها من خلال المحاور الرئيسية

التالية:

- التعقيب على مجتمع وعينة الدراسة.
- التعقيب على أدوات ومنهجية الدراسة.
- التعقيب على النتائج المتوصل إليها.

1- **التعقيب على مجتمع وعينة الدراسة:** ركزت أغلب الدراسات العربية السابقة على دراسة عينة من شركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية والتي تنشط في بلد واحد. ولا توجد دراسات سابقة، على حد علم الباحث، قامت بدراسة شركات تنشط في عدة دول عربية من أجل التعرف على تأثير عوامل الاقتصاد الكلي وظروف السوق المالي على العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للشركات، ويرجع سبب عزوف الباحثين عن مثل هذا النوع من الدراسات إلى صعوبة الحصول على البيانات اللازمة للدراسة واختلاف العملات الوطنية. إلا أن الأمر يمكن تداركه من خلال الاعتماد على قواعد البيانات العالمية وتوحيد وحدة القياس باستعمال عملة عالمية واحدة أو استعمال النسب لتجاوز مشكلة تعدد العملات الوطنية.

2- **التعقيب على أدوات ومنهجية الدراسة:** لجأت أغلب الدراسات العربية السابقة إلى الأساليب الاحصائية لتحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للمؤسسات العربية والكثير من هذه

الدراسات لجأت إلى أسلوب البيانات الزمنية المقطعية، وهذا نظرا للمزايا العديدة التي يوفرها هذا الأسلوب في تحليل البيانات. وتتفق الدراسة الحالية مع العديد من الدراسات السابقة في اختيارها لأسلوب البيانات الزمنية المقطعية لتحليل العلاقة القياسية بين متغيرات الدراسة، مثل دراسة بكاري ودغوموم (2017)، ودراسة *Twairesh* (2014).

أما فيما يخصّ المقاييس التي تمّ الاعتماد عليها للتعبير عن متغيرات الدراسة التابعة التي تمثلّ الأداء المالي للشركة، فلقد تنوّعت وتعدّدت، فمن الدراسات من اكتفى باستعمال المؤشّرات المحاسبية، مثل دراسة عبد الجليل (2014) التي استعملت معدّل العائد على الاستثمار ومعدّل العائد على الأموال الخاصة، ومن الدراسات من استعمل المؤشّرات السّوقية التي تستعمل البيانات الواردة من الأسواق المالية حول الشركة، مثل دراسة عبد الله (2016) ودراسات أخرى فضّلت استعمال كلا النوعين من المؤشّرات مثل دراسة رفاعي (2016).

أما فيما يخصّ المقاييس التي تمّ اعتمادها للتعبير عن الهيكل التمويلي للمؤسسة، ففقاوتت الدراسات في استعمال النسب المختلفة المعبّرة عن طريقة التمويل المعتمدة، فمن الدراسات من استعملت نسب الاقتراض المختلفة إلى إجمالي الخصوم أو إلى صافي الأموال الخاصة، مثل دراسة حاتن (2014) ومن الدراسات من استعملت نسب التمويل بالأموال الخاصة للتعبير عن طريقة تمويل المؤسسة مثل نسبة التمويل بأسهم رأس المال أو التمويل بالأرباح المحتجزة. ويبقى أن نشير أن نسب الاقتراض الاجمالي والطويل الأجل هي الأكثر فعالية للتعبير عن الهيكل التمويلي للمؤسسة.

**3- التعقيب على النتائج المتوصّلة إليها:** توصّلت أغلب الدراسات السابقة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية والأداء المالي، وهو ما ينسجم مع تنبؤات نظريات الهيكل التمويلي في ظل السوق غير الكامل ويخالف ما نصّت عليه نظرية الحيادية لـ *M&M* سنة 1958. ورغم عدم اتفاق نتائج هذه الدراسات حول اتجاه العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للشركات، إلّا أنّ أغلب النتائج توصّلت إلى علاقة عكسية بين نسب الاقتراض في الهيكل التمويلي والأداء المالي، وهو ما ينسجم مع الكثير من الدراسات التي أُجريت على شركات تنشط في البلدان النامية.

### المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية الأجنبية

تزر المكنبة العالمية بعدد غير من الدراسات التطبيقية التي تناولت بالدراسة، علاقة الهيكل التمويلي بالأداء المالي للشركات، حيث تمت معالجة هذا الموضوع بطرق مختلفة وفي أماكن جغرافية متنوعة، في محاولة لمعرفة طبيعة وقوة العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة.

#### أولاً: عرض الدراسات التطبيقية الأجنبية السابقة

سنحاول عرض بعض الدراسات الأجنبية التي تمت في مناطق جغرافية مختلفة بغية معرفة تأثير خصائص البيئة المحيطة بالمؤسسة الاقتصادية على النتائج المتحصّل عليها.

1- دراسة: **Mazen Kebewar (2012)** بعنوان: "هيكل رأس المال والربحية: حالة الشركات الصناعية الفرنسية".

« La structure du capital et la profitabilité : Le cas des entreprises industrielles françaises ».<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر هيكل التمويل على الربحية، حيث شملت الدراسة 1846 مؤسسة صناعية فرنسية خلال الفترة 1999-2006 باستعمال البيانات الزمنية المقطعية الديناميكية من خلال تطبيق أسلوب العزوم المعممة (GMM) حيث أظهرت النتائج عدم وجود تأثير للهيكل التمويلي على ربحية المؤسسات الفرنسية مهما كان حجمها.

2- دراسة: **Samuel Antwi et al (2012)** بعنوان: "هيكل رأس المال وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية في غانا".

« Capital structure and firm value : empirica evidence from ghana ».<sup>2</sup>

تطرقت هذه دراسة إلى تقييم تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة من خلال دراسة تحليلية شملت 34 شركة مدرجة في السوق المالي الغاني في نهاية 2010. وتم استعمال الانحدار

<sup>1</sup> Mazen Kebewar, « La structure du capital et la profitabilité : Le cas des entreprises industrielles françaises », HAL archives ouvertes, 8 Nov 2012. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00758410> . Consulté le :20/09/2017.

<sup>2</sup> Samuel Antwi et al, « Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana », International Journal of Business and Social Science , vol..3, N°.22 , November 2012 ,

بطريقة المربعات الصغرى، حيث أظهرت النتائج أنّ الأموال الخاصة كمكوّن من مكوّنات الهيكل التمويلي على علاقة موجبة بقيمة المؤسّسة. كما وُجد أيضا، أنّ القروض طويلة الأجل لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسّسة. وعليه أوصت الدراسة متّخذى القرارات المالية في المؤسّسة باستخدام أكبر للديون طويلة الأجل في التمويل من أجل الرفع من قيمة المؤسّسة.

3- دراسة: Cengiz Toraman et al 2013 (2013) بعنوان: "أثر قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات: دراسة تطبيقية في تركيا".

« The Effects of Capital Structure Decisions on Firm Performance: Evidence from Turkey ».<sup>1</sup>

توجّهت الدراسة إلى تحليل اثر قرارات الهيكل التمويلي على ربحية الشركات في القطاع الصناعي في تركيا. حيث تمّ جمع البيانات المستخدمة في هذا البحث من البيانات المالية لشركات التصنيع التي تم جمعها بين عامي 2005 و 2011. وتمّ استخدام تحليل الانحدار باستخدام النسب المالية التي تمّ الحصول عليها من البيانات المالية للشركات ضمن نطاق التحليل. وتوصّلت نتائج الدراسة إلى أنّ الالتزامات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول لها علاقة سلبية مع مؤشر العائد على الاستثمار. كما وُجد أنّ العلاقة بين الربح التشغيلي إلى النفقات المالية والأداء المالي علاقة موجبة.

4- دراسة: Asifa Kausar et al (2014) بعنوان: "هيكل رأس المال وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية في باكستان".

« Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan ».<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى التعرّف على أثر قرارات الهيكل التمويلي على الأداء المالي لعينة من 197 شركة باكستانية مُدرجة في بورصة كاراتشي خلال الفترة 2007-2011 واستعملت الدراسة نموذج الانحدار المتعدّد باستخدام تقنية المربعات الصغرى وأسلوب البيانات الزمنية المقطعية.

<sup>1</sup> Cengiz Toraman et al, « The Effects of Capital Structure Decisions on Firm Performance: Evidence from Turkey », International Conference on Economic and Social Studies, International Burch University, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina, May 2013.

<sup>2</sup> Asifa Kausar et al, « Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan », Asian Journal of Research in Economics and Finance, Vol. 1, N° 1, April 2014.

وأظهرت نتائج الدراسة علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي، ممثلًا بالمتغيرات التالية: نسبة الاقتراض قصير الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي القروض إلى إجمالي الأصول، مع الأداء المالي للشركات مُقاسًا بالقيمة السوقية إلى مضاعف السعر من جهة أخرى. حيث توصلت الدراسة إلى أنّ للهيكل التمويلي مُقاسًا بنسبة الاقتراض طويل الأجل إلى إجمالي الأصول تأثير سلبي ذا دلالة إحصائية على الأداء المالي مُقاسًا بنسبة Q في حين كان لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول أثر سلبي ليس له دلالة إحصائية على نسبة Q. كما كان لحجم المؤسسة مقاسًا بلوغاريتم الأموال الخاصة تأثير إيجابي على الأداء المالي مقاسًا بمضاعف السعر ونسبة Q.

5- دراسة: **Jahirul et al (2014) بعنوان:** "أثر سياسة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة: دراسة حالة بعض الشركات الصناعية المختارة المُدرجة في بورصة دكا".

« Impact of capital structure policy on value of the frm – a study on some selected corporate manufacturing firms under dhaka stock exchange ».<sup>1</sup>

اهتمت الدراسة بتحليل سياسة الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة من خلال استطلاع شمل 80 من المدراء الماليين لـ 20 شركة صناعية مُدرجة في بورصة دكا خلال الفترة 2008-2012. وأظهرت النتائج التي تمّ التوصل إليها، أنّ الهيكل التمويلي ونسبة الديون الى الأموال الخاصة ونسبة الديون الى الأصول ونسبة الأصول الثابتة إلى الأصول والنتيجة قبل الفائدة والضريبة إلى أعباء الفوائد ومضاعف الرفع المالي لها أثر على قيمة المؤسسة، كما أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالمتغيرات التي تؤثر ايجابا على قيمة المؤسسة.

6- دراسة: **Wan Mohd Nazri Wan Daud et al (2016) بعنوان:** "هل تؤثر قرارات التمويل على أداء الشركات في ماليزيا".

« Does financing decision influence corporate performance in malaysia? ».<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jahirul et al, « Impact of capital structure policy on value of the frm – a study on some selected corporate manufacturing firms under dhaka stock exchange », Ecoforum, Vol.3, N°.2, 2014. <http://ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/viewFile/84/71> .Consulté le 15/12/2017

<sup>2</sup> Wan Mohd Nazri Wan Daud et al, « Does financing decision influence corporate performance in malaysia? », International Journal of Economics and Financial Issues, Vol.6, N°.3, 2016. available at : <http://www.econjournals.com>.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين قرار التمويل والأداء في شركات المساهمة المدرجة في بورصة ماليزيا، حيث تشكلت عينة الدراسة من 76 شركة ماليزية خلال الفترة 1994-2007 . واستعملت الدراسة تحليل البيانات الزمنية المقطعية. حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ضعيفة غير ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي، مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى الأصول، وأداء الشركات محلّ الدراسة مقاسا بالعائد على الأصول، وعليه أوصت الدراسة بعدم التوسّع في الاقتراض والتحقّظ في استعماله لتمويل أنشطة الشركة لأنّ ذلك من شأنه أن يؤثّر سلبا على أدائها.

7- دراسة: *Mwangi Joseph Muchiri et al (2016) بعنوان: "العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركات المدرجة في الأسواق المالية لشرق إفريقيا"*.

« Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges ».<sup>1</sup>

اختبرت الدراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي لعينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية لشرق إفريقيا، حيث استخدمت الدراسة المنهج الوصفي لتحليل البيانات المقطعية الزمنية لـ 61 شركة خلال الفترة 2006-2014 وتمّ استخدام طريقة المربّعات الصغرى المعمّمة ونموذج التأثيرات العشوائية للنماذج بدون وسيط، ونموذج الآثار الثابتة للنماذج بوجود وسيط، وهذا بالاعتماد على اختبار المواصفات لهوسمان (HAUSSMAN).

وكشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية غير ذات دلالة إحصائية للمتغيّرات المفسّرة التالية: القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والأرباح غير الموزعة والأموال الخاصة الخارجية مع العائد على الأصول، ووجود علاقة طردية غير ذات دلالة إحصائية بين نفس المتغيّرات المفسّرة السابقة مع العائد على الأموال الخاصة.

8- دراسة: *Ajayi Oziomobo Dada1 Zahiruddin B. Ghazali (2016) بعنوان: " أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات: دراسة تطبيقية في نيجيريا"*.

<sup>1</sup> Mwangi Joseph Muchiri, « Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges », Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB), Vol.5, N° .1, 2016.



« The Impact Of Capital Structure On Firm Performance: Empirical Evidence From Nigeria ».<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى فحص العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي لعينة من 100 شركة غير مالية مدرجة في السوق المالي النيجيري للفترة 2010-2014، من خلال استخدام أسلوب البيانات الزمنية المقطعية. وتم استعمال مؤشر العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q للتعبير عن الأداء المالي حيث تبين أن نسبة دوران الأصول والأصول الملموسة لها علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية مع نسبة Tobin's Q في حين وُجد أن المخاطر تحافظ على علاقة سلبية مع نسبة Tobin's Q. علاوة على ذلك فإن عمر المؤسسة له علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية مع العائد على الأصول في حين حافظ نمو المبيعات على علاق موجبة مع العائد على الأصول.

#### ثانياً: التعقيب على الدراسات التطبيقية الأجنبية السابقة

من خلال المراجعة الأولية للبحوث الأجنبية السابقة التي تناولت أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، يظهر جلياً المستوى المتقدم الذي أحرزته هذه البحوث في دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للمؤسسات سواء من حيث حجم ونوعية العينة المختارة للدراسة، أو من حيث منهجية البحث المتبعة وقيمة النتائج المتوصل إليها.

1- **التعقيب على مجتمع وعينة الدراسة:** تركّز اهتمام الدراسات الأجنبية السابقة على شركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية نظراً لانسجام خصائص هذه الشركات مع الخصائص النمطية التي وردت في نظريات الهيكل التمويلي المختلفة، مع وجود بعض الدراسات التي حاولت توسيع المجال المكاني لمجتمع الدراسة ليشمل مؤسسات تنتمي لعدة دول تجمعها خصائص مشتركة، مثل دراسة *Muchiri et al (2016)* كما توجد دراسات أخرى اهتمت بالبحث في المؤسسات التي تعمل في قطاعات نشاط معينة.

<sup>1</sup> Ajayi Oziomobo Dada1 Zahiruddin B. Ghazali , « **The impact of capital structure on firm performance: empirical evidence from nigeria** », Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Vol. 7, N°. 4, August 2016.

2- **التعقيب على أدوات ومنهجية الدراسة:** استعملت أغلبية الدراسات الأجنبية أسلوب البيانات الزمنية المقطعية لتحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي للشركات مع الاستعانة ببعض الأساليب الإحصائية المتقدمة لمعالجة بعض المشاكل الإحصائية والقياسية وللوصول إلى نتائج أكثر دقة مثل طريقة العزوم المعممة المستعملة في دراسة *Kebewar* (2012).

أما فيما يخصّ المقاييس المستعملة في التعبير عن متغيرات الدراسة التابعة التي تمثل الأداء المالي للشركات، فقد غلب عليها استعمال المؤشرات السوقية بسبب المصادقية التي تتمتع بها البيانات التي توفرها الأسواق المالية عن الشركات المقيدة فيها ودرجة الإفصاح الكبيرة التي تميّزها.

في حين أنّ المقاييس التي تمّ اعتمادها للتعبير عن الهيكل التمويلي للمؤسسة، فقد تمّ استعمال مختلف النسب التي تُعبّر عن طريقة التمويل المعتمدة، سواء كان التمويل قصير أو متوسط أو طويل الأجل.

3- **التعقيب على النتائج المتوصل إليها:** توصلت أغلب الدراسات السابقة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية والأداء المالي، وهو ما ينسجم مع تنبؤات نظريات الهيكل التمويلي في ظل السوق غير الكامل، باستثناء دراسة *Kebewar* (2012) التي توصلت إلى عدم وجود أثر للهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات الفرنسية.

كما أظهرت نتائج هذه الدراسات تأثير البلد أو المنطقة الجغرافية التي أُجريت فيها الدراسة على النتائج المتوصل إليها، حيث أظهرت النتائج عدم تجانس مُخرجات الدراسات التي أُجريت في الدول المتقدمة مع مُخرجات الدراسات التي أُجريت في الدول النامية، بالإضافة إلى التأثير الذي تمارسه الطرق الإحصائية المستعملة في مصادقية النتائج المتوصل إليها، حيث أظهرت الأساليب الإحصائية المتقدمة كفاءة عالية في تحليل العلاقات المحتملة بين مختلف المتغيرات الإحصائية وقدرة كبيرة في تجاوز المشاكل القياسية المختلفة.

### المبحث الثاني: منهجية الدراسة

سيتم في هذه الدراسة تقييم واختبار أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015، ولهذا الشأن سوف يتم استعمال نموذج الانحدار المتعدد باستخدام تقنية المربعات الصغرى وفقاً لأسلوب البيانات الزمنية لمقطعية نظراً لملائمة هذه الأساليب لطبيعة بيانات الدراسة، مع مراعاة أن يتم اتباع كل خطوات الدراسة القياسية السليمة.

### المطلب الأول: الإطار العام للدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في قياس أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2015، حيث تسعى هذه الدراسة للإجابة عن التساؤلات التالية:

- هل هناك أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي، مقاساً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية، على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية، مقاسة بمعدّل العائد على الأموال الخاصة خلال الفترة 2007-2015؟
- هل هناك أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي مقاساً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية، على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية، مقاسة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية خلال الفترة 2007-2015؟

### أولاً: عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

**1- مجتمع وعينة الدراسة:** يتكوّن مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في البورصات العربية التالية: بورصة عمّان، السوق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية، بورصة القيم بالدار البيضاء، بورصة قطر، سوق دبي للأوراق المالية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الأوراق المالية تونس، البورصة المصرية، بورصة الجزائر. وذلك خلال الفترة 2007-2015. حيث تم اختيار عينة الدراسة من الشركات التي تحقّق الشروط التالية:

✓ استمرار تداول أسهم تلك الشركات خلال فترة الدراسة (2007-2015) دون انقطاع.

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

- ✓ توافر جميع بيانات الدراسة المطلوبة عن تلك الشركات؛
  - ✓ عدم وجود حالات اندماج تتعلق بالشركات محلّ الدراسة خلال فترة الدراسة.
- وقد استوفت 194 شركة صناعية هذه الشروط موزّعة على القطاعات الصناعية المختلفة على النحو الموضّح في الجدول (1-5) الموالي:

### الجدول (1-5): توزيع الشركات محلّ الدراسة على القطاعات الصناعية المختلفة

عدد الشركات	القطاعات الصناعية
31	Building Mat.& Fix. مواد البناء و التشييد
12	Chemical Industries الصناعات الكيماوية
9	Divers. Industrials صناعات متنوعة
7	Electrical and electronics Industries الصناعات الكهربائيه والايكترونية
64	Engineering and Construction الصناعات الهندسية و الإنشائية
29	Food and Beverages الأغذية و المشروبات
3	Glass and Ceramic Industries الصناعات الزجاجيه و الخزفية
2	Industrial Suppliers خدمات صناعية
1	mechanical industries الصناعات الميكانيكية
9	Mining and Extraction Industries الصناعات الاستخراجية والتعدينية
1	Paper and Cardboard Industries صناعات الورق و الكرتون
11	Pharmaceutical and Medical Industries الأدوية و الصناعات الطبية
7	Printing and Packaging الطباعة و التغليف
7	Textiles, Leathers and Clothings صناعات الملابس و الجلود و النسيج
1	Tobacco and Cigarettes التبغ والسجائر
194	المجموع

2- مصادر جمع البيانات: تمّ الحصول على المعلومات اللازمة لإتمام الدراسة من قاعدة البيانات العالمية DATASTREAM بالإضافة إلى التقارير المالية السنوية للشركات والبيانات المتاحة عن هذه الشركات في المواقع الاليكترونية للأسواق المالية التي تنشط فيها هذه الشركات، كما تمّ الاستعانة بالبيانات المتاحة عن معدّلات التضخّم الخاصة بالدول العربية التي تنتمي إليها الشركات محلّ الدراسة والمتاحة في الموقع الاليكتروني للبنك الدولي.

3- فترة الدراسة : تمتد فترة الدراسة من بداية سنة 2007 ولغاية نهاية سنة 2015 وهي فترة تتلاءم مع طبيعة الدراسة الاحصائية المراد إنجازها، كما وأنها كافية لتحقيق أهداف البحث حيث أنّها تحتوي على بيانات حديثة تزيد من أهميّة النتائج التي ستنمخض من هذه الدراسة.

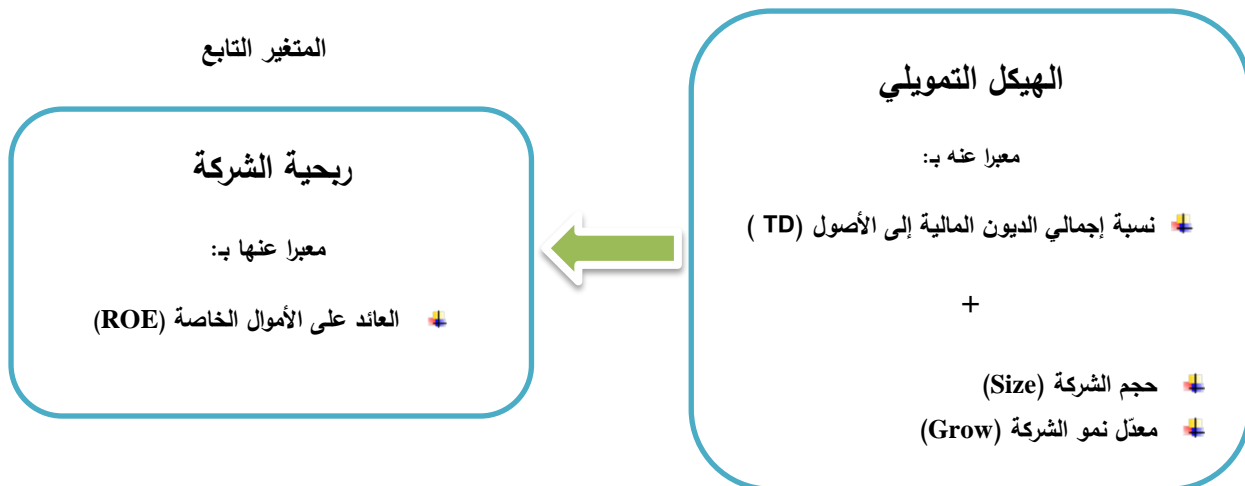
ثانياً: نماذج ومتغيرات الدراسة

1- نماذج الدراسة: لقد تمّ تقدير نماذج الدراسة اعتماداً على البيانات التاريخية المنشورة لعيّنة الدراسة المشكلة من 194 شركة مساهمة تنشط في 15 قطاع صناعي، ومُدرجة في 13 سوق مالي موجودة في 12 دولة عربية. وتم استخدام نماذج الانحدار الخطّي المُتعدّد بالاعتماد على منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للتعبير عن العلاقة المحتملة بين المتغيرات المفسّرة والمتغيرات التابعة، ويعرض الشكل (1-5) الموالى النماذج الوصفية للعلاقة بين متغيرات الدراسة:

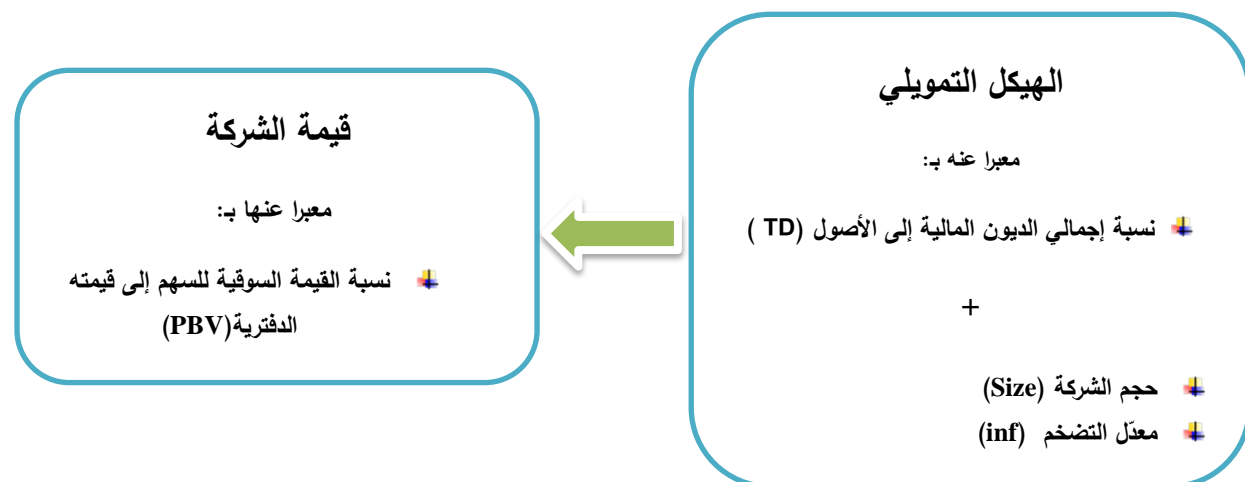
الشكل (1-5): النماذج الوصفية للعلاقة بين متغيرات الدراسة

النموذج الأول (نموذج ROE)

المتغيرات المفسّرة



النموذج الثاني (نموذج PBV)



## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

النموذج الرياضي: لقد اعتمد الباحث في تحديد الصيغة الرياضية للنموذج على مراجعة التنبؤات والدراسات التجريبية السابقة وهذا من أجل اختبار العلاقة بين قرارات الهيكل التمويلي والأداء المالي للشركات حيث تم اقتراح النموذجين الرياضيين التاليين بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى (LS) على النحو التالي:

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 Grow_{it} + \beta_3 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (1 - 5)$$

$$PBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 Inf_{it} + \beta_3 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (2 - 5)$$

$i=1,2,3,\dots,194$  هي عبارة عن مجموعة الشركات المشكّلة لعينة الدراسة.

$t=1,2,3,4,5,6,7,8,9$  عبارة عن الزمن بالسنوات من 2007 إلى 2015.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$  معاملات الانحدار للمتغيرات المفسّرة.

$\alpha_i$ : ثابت ويمثّل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المفسّرة تساوي 0.

$ROE_{it}$ : معدّل العائد على الأموال الخاصة للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$PBV_{it}$ : القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$TD_{it}$ : نسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$Grow_{it}$ : معدّل النمو السنوي للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$Age_{it}$ : عمر الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$Size_{it}$ : حجم الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$inf_{it}$ : معدّل التضخم السنوي في البلد الذي تنشط فيه الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$ .

2- متغيرات الدراسة وكيفية قياسها: تمّ تحديد متغيرات الدراسة في ضوء مراجعة نظريات الهيكل التمويلي ونتائج الدراسات التطبيقية التي تناولت العلاقة المحتملة بين قرارات الهيكل التمويلي والأداء المالي للشركات، وهذه المتغيرات هي:

أ- المتغيرات التابعة (المتغيرات التي تقيس الأداء المالي): هناك العديد من الأدوات والمؤشرات التي تمّ اقتراحها واستعمالها في قياس الأداء المالي للشركات، من هذه المؤشرات ما هو مشتقّ من البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالي للشركات مثل مؤشر العائد على الاستثمار Return On Assets (ROA) والعائد على الأموال الخاصة Return On Equity (ROE) ، ومنها ما يستخدم القيم السوقية في التقييم مثل نسبة Q (Tobin's Q Ratio) وربحية السهم Earnings Per Share (EPS) والقيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) . وفي هذه الدراسة، بحسب البيانات المتاحة عن الشركات محل الدراسة، سوف نستخدم المتغيرات التالية لتمثّل مؤشرات قياس للأداء المالي، وهي:

➤ **معدّل العائد على الأموال الخاصة Return On Equity (ROE)** : ويمثّل نسبة صافي الربح إلى متوسط الأموال الخاصة ( متوسط حقوق المساهمين). نظراً لأنّ الأموال الخاصة في بداية السنة تختلف عنها في نهاية السنة، فإننا سنستخدم متوسط الأموال الخاصة لبداية السنة ونهايتها. وهذا المؤشر هام جداً يبيّن نسبة العائد على الأموال المستثمرة من طرف المساهمين في الشركة، فكلما قلت قيمة هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشراً عن تراجع أداء الشركة. ويتم قياسه وفقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{متوسط الأموال الخاصة}} = ROE$$

➤ **القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية Price to Book Value (PBV)** . وتبين هذه النسبة فيما إذا كانت قيمة السهم متدنية أو مرتفعة عن قيمته الدفترية بناء على ما يملكه هذا السهم من حقوق لدى الشركة. ويتمّ قياس هذا النسبة وفقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم في نهاية السنة المالية}}{\text{القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة المالية}} = PBV$$

ب- المتغيرات المفسرة: بناء على التنبؤات النظرية المختلفة والدراسات التجريبية السابقة المتعددة سيتم تضمين النموذج المتغيرات المفسرة التالية:

❖ **متغيرات الهيكل التمويلي:** سيتم التعبير عن الهيكل التمويلي بنسبة الرفع المالي في هيكل تمويل المؤسسة، ويمثل بمؤشر نسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول الصافية. ويرمز له بالرمز TD.

❖ **المتغيرات المفسرة الأخرى (الضابطة):**

➤ **حجم الشركة (Size):** يرمز له بالرمز Size ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول الصافية للشركة (log assets) وذلك للتقليل من تفاوت القيم داخل النموذج.

➤ **معدل نمو للشركة (Growth rate):** ويرمز له بالرمز Grow يمثل معدل النمو السنوي للشركة ويتم قياسه باستخدام النسبة المئوية لزيادة إجمالي الأصول الصافية.

➤ **معدل التضخم (Inflation rate):** يرمز له بالرمز Inf ويمثل معدل التضخم السنوي الخاص بكل دولة عربية محلّ الدراسة، ويقاس من خلال المؤشر السنوي للتغير في أسعار المستهلكين في كل دولة.

**المطلب الثاني: تحليل تطوّر ربحية وقيم الشركات محلّ الدراسة.**

يُساعد تحليل تطوّر متوسطات ربحية الأموال الخاصة للشركات محلّ الدراسة وقيمها السوقية في تقييم وتفسير العلاقة المحتملة بين المتغيرات المفسرة والمتغيرات التابعة للدراسة، حيث سيتم دراسة توزيع القيم المتوسطة للمتغيرات التابعة خلال فترة الدراسة حسب قطاعات النشاط الصناعي المختلفة وحسب الدول العربية التي تنشط فيها هذه الشركات.

**أولاً: تطوّر متوسط ربحية وقيم الشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015**

1- تحليل تطوّر متوسط ربحية الشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015: يُظهر الجدول (2-5) والشكل (2-5) تطوّر متوسط ربحية الأموال الخاصة خلال فترة 2007-2015، حيث يظهر جلياً التراجع المستمر الذي عرفته ربحية الأموال الخاصة للشركات الصناعية العربية محلاً الدراسة



## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

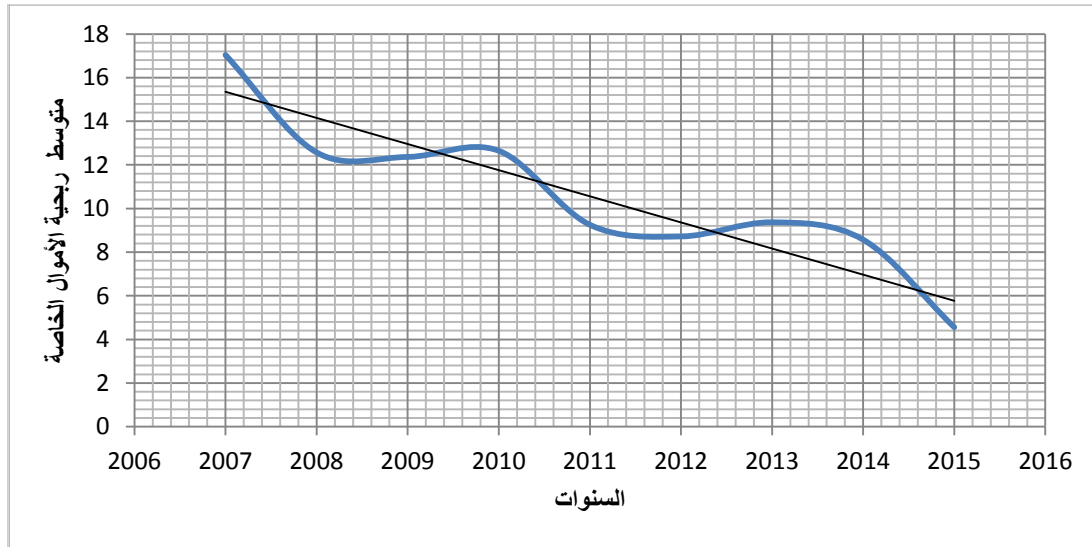
خلال الفترة 2007-2015. فبعد المستويات القياسية التي سجّلتها سنة 2007 والتي بلغت 17.04%، بدأت معدلات الربحية تتراجع من سنة إلى أخرى بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية التي حدثت في سنة 2008 وتراج أسعار النفط ابتداء من سنة 2014، بالإضافة إلى المنافسة المتزايدة التي تواجهها هذه الشركات في ظل الانفتاح الكبير الذي تعرفه الاقتصاديات العربية على الأسواق العالمية.

الجدول (5-2): تطوّر متوسط ربحية الشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	المتوسط لكل الفترة
متوسط ربحية الأموال الخاصة (%)	17.04	12.57	12.37	12.65	9.25	8.72	9.37	8.57	4.56	10.57

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (5-2): تطوّر متوسط ربحية الشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

2- تحليل تطوّر متوسط القيم السوقية للشركات محلّ الدراسة خلال الفترة 2007-2015: يُظهر الجدول (5-3) والشكل (5-3) تطوّر متوسط القيم السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات محلّ الدراسة خلال فترة 2007-2015، حيث يظهر بوضوح التراجع الذي عرفته القيم السوقية للشركات مقارنة بقيمتها الدفترية بين بداية فترة الدراسة (2007) حيث مثلت القيمة السوقية 2.75 مرّة من القيمة

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

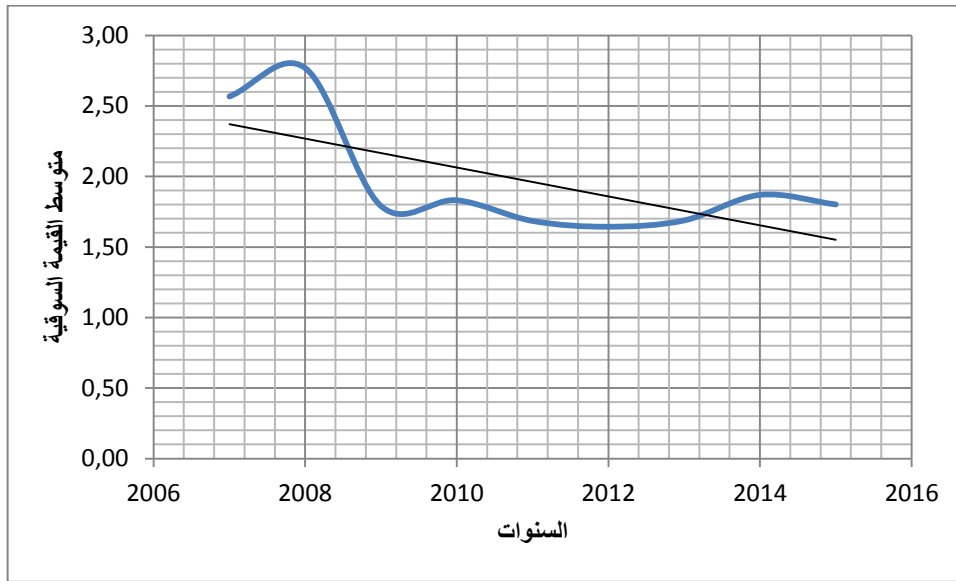
الدفترية، ونهاية فترة الدراسة (2015) أين شكّلت القيمة السوقية 1.80 مرّة من القيمة الدفترية. ويرجع سبب ذلك بالأساس إلى تراجع الأداء المالي للشركات الصناعية العربية وهو ما انعكس على اسعار أسهمها السوقية، بالإضافة إلى الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية التي حدثت في سنة 2008 على مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية العربية.

الجدول (3-5): تطوّر متوسط القيم السوقية للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2007-2015

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	المتوسط لكل الفترة
متوسط القيم السوقية (مرّة)	2.57	2.77	1.79	1.83	1.68	1.64	1.69	1.87	1.8	1.96

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (3-5): تطوّر متوسط القيم السوقية للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2007-2015



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

ثانياً: توزيع متوسط ربحية الشركات وقيمها السوقية على القطاعات الصناعية المختلفة

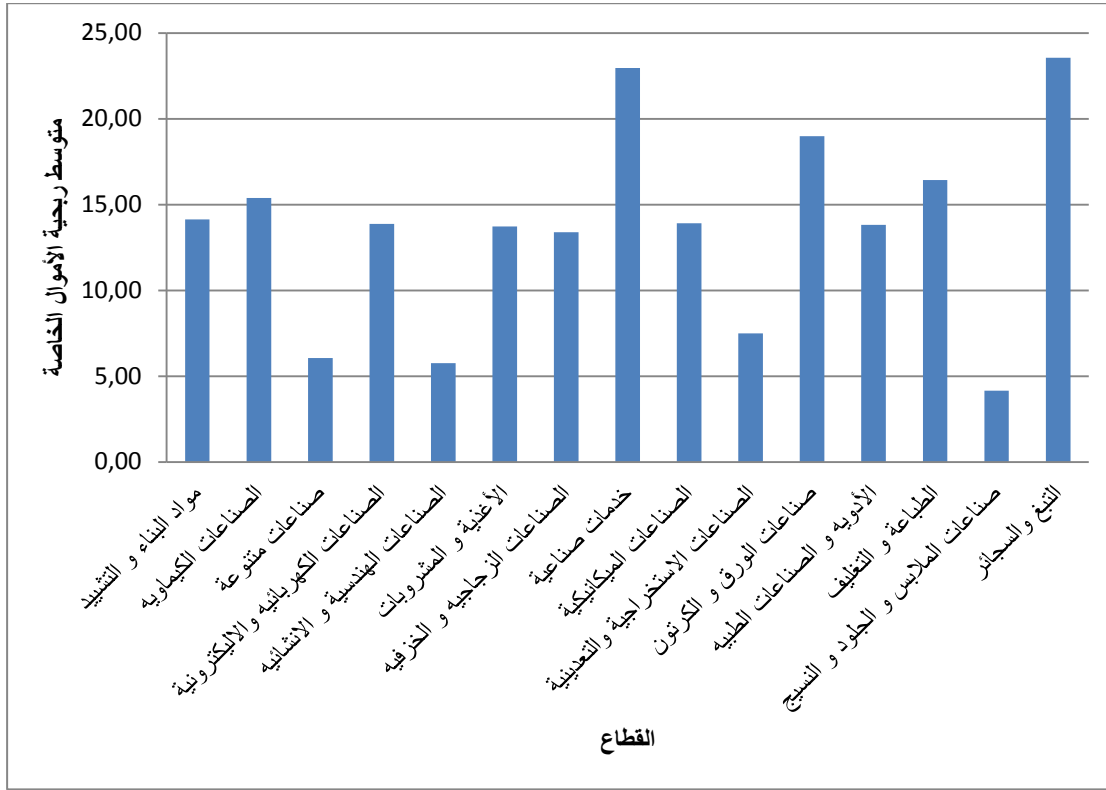
1- تحليل توزيع متوسط ربحية الشركات حسب القطاعات الصناعية المختلفة: يُظهر الجدول (4-5) والشكل (4-5) توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة حسب القطاعات الصناعية المختلفة، حيث يظهر أن قطاع صناعة التبغ والكبريت يحتلّ الريادة بين القطاعات الصناعية المختلفة بمتوسط نسبة ربحية تقدّر بـ 23.56% يليه قطاع الخدمات الصناعية بنسبة 22.96% ثم قطاع الورق والكرتون بنسبة 18.99%. في حين أن قطاع صناعة الملابس والنسيج احتلّ المرتبة الأخيرة بتسجيله أدنى متوسط ربحية بنسبة 4.16%.

الجدول (4-5) : توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة حسب القطاعات الصناعية

القطاع	المتوسط (%)
مواد البناء و التشييد	14.13
الصناعات الكيماوية	15.39
صناعات متنوعة	6.05
الصناعات الكهربية والالكترونية	13.87
الصناعات الهندسية و الانتاشيه	5.77
الأغذية و المشروبات	13.72
الصناعات الزجاجيه و الخزفيه	13.39
خدمات صناعية	22.96
الصناعات الميكانيكية	13.92
الصناعات الاستخراجية والتعدينية	7.49
صناعات الورق و الكرتون	18.99
الأدويه و الصناعات الطبيه	13.83
الطباعة و التغليف	16.43
صناعات الملابس و الجلود و النسيج	4.16
التبغ والسجائر	23.56

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (5-4): توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة حسب القطاعات الصناعية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

## 2- توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية

يُظهر الجدول (5-5) والشكل (5-5) توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية، حيث يظهر أن متوسط القيم السوقية للشركات في كل قطاع جاءت منسجمة، نوعاً ما، مع ربحية أموالها الخاصة. حيث احتل قطاع الخدمات الصناعية الريادة بقيمة متوسطة تساوي 3.35 مرة، يليه قطاع صناعة الورق والكرتون بقيمة متوسطة تقدر بـ 3.01 مرة، ثم قطاع الصناعات الميكانيكية بقيمة متوسطة تعادل 2.62 مرة، في حين يقبع قطاع صناعة الملابس والنسيج في المؤخرة بأدنى قيمة متوسطة وقدرها 0.93 مرة أي متوسط القيمة الدفترية المتوسطة لشركات هذا القطاع أقل من متوسط قيمها السوقية.

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

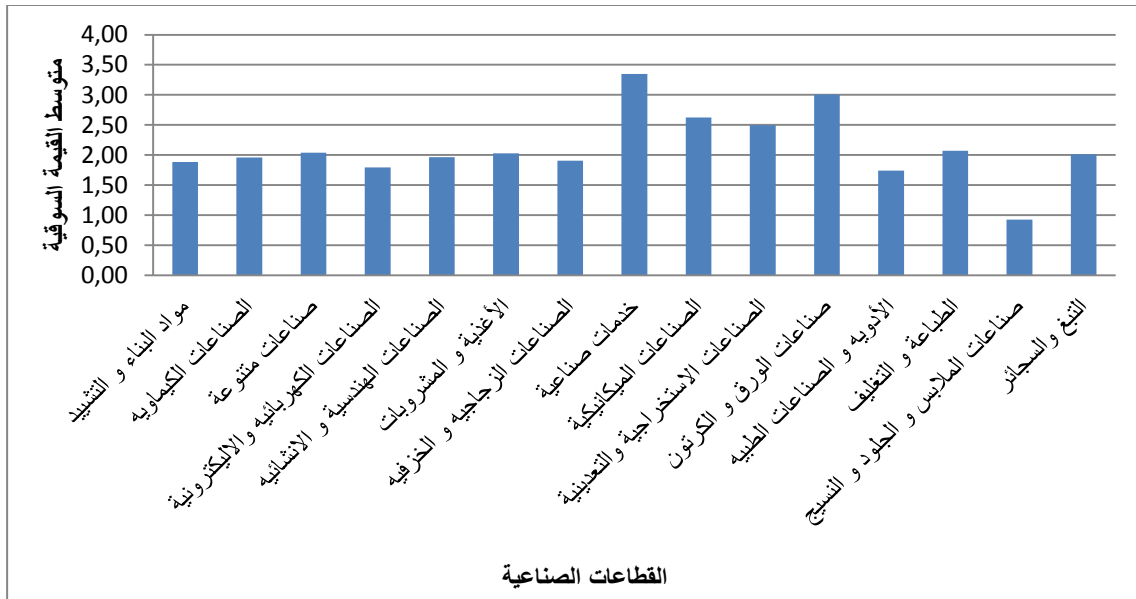
خلال الفترة 2007-2015

الجدول (5-5): توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية

القطاع	متوسط القيمة السوقية (مرة)
مواد البناء و التشييد	1.89
الصناعات الكيماوية	1.96
صناعات متنوعة	2.04
الصناعات الكهريائية والالكترونية	1.79
الصناعات الهندسية و الإنشائية	1.96
الأغذية و المشروبات	2.03
الصناعات الزجاجية و الخزفية	1.91
خدمات صناعية	3.35
الصناعات الميكانيكية	2.62
الصناعات الاستخراجية والتعدينية	2.49
صناعات الورق و الكرتون	3.01
الأدوية و الصناعات الطبية	1.74
الطباعة و التغليف	2.07
صناعات الملابس و الجلود والنسيج	0.93
التبغ والسجائر	2.01
المتوسط العام	1.96

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (5-5): توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب القطاعات الصناعية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

ثالثاً: توزيع متوسط ربحية الشركات وقيمها السوقية حسب الدول العربية

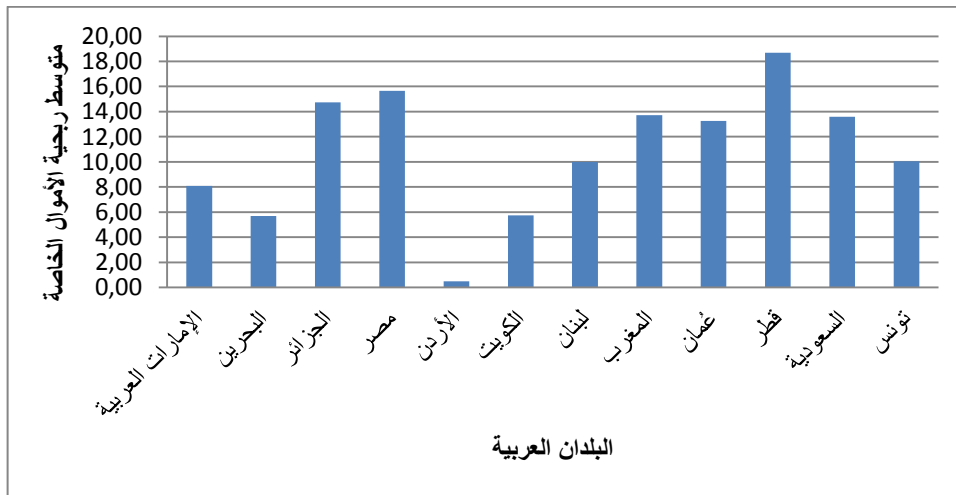
1- تحليل توزيع متوسط ربحية الشركات حسب الدول العربية: يُظهر الجدول (5-6) والشكل (5-5) توزيع متوسط ربحية الأموال الخاصة للشركات محلّ الدراسة حسب الدول العربية التي تمارس فيها نشاطها، حيث يظهر أن دولة قطر احتلت المرتبة الأولى من حيث ربحية الأموال الخاصة للشركات التي تعمل على ترابها بنسبة متوسطة تقدّر بـ 18.70%، تليها مصر بنسبة متوسطة تساوي 15.64% ثم الجزائر بنسبة متوسطة تناهز 17.73% إلا أن الجزائر ممثلة في عينة الدراسة بشركة واحدة، هي شركة صيدال المختصة في صناعة الأدوية وعليه فإن ترتيب الدول حسب مؤشر ربحية الشركات لا يعكس الواقع الحقيقي للأداء المالي للقطاع الصناعي في كل دول عربية.

الجدول (5-6): توزيع متوسط ربحية الشركات حسب الدول العربية

الدولة	الإمارات العربية	البحرين	الجزائر	مصر	الأردن	الكويت	لبنان	المغرب	عُمان	قطر	السعودية	تونس
متوسط ربحية الأموال الخاصة (%)	8.08	5.69	14.73	15.64	0.48	5.74	9.99	13.72	13.25	18.7	13.59	10.04

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (5-6): توزيع متوسط ربحية الشركات حسب الدول العربية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

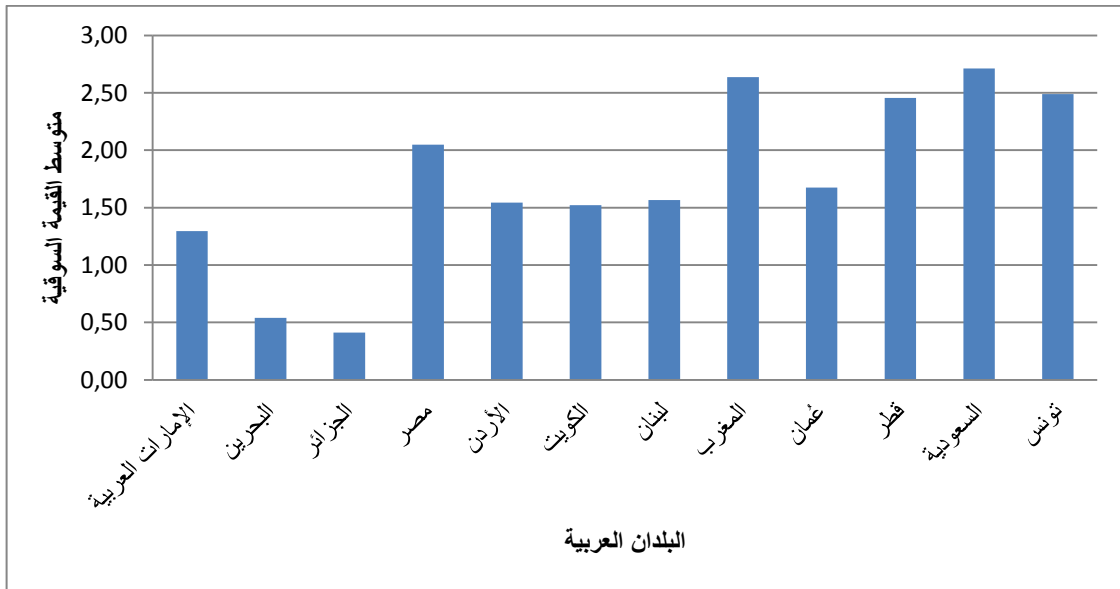
2- تحليل توزيع متوسط قيم الشركات حسب الدول العربية: يُظهر الجدول (5-7) والشكل (5-7) توزيع متوسط القيم السوقية إلى القيم الدفترية للشركات محلّ الدراسة حسب الدول العربية التي تمارس فيها نشاطها، حيث يظهر أن المملكة العربية السعودية احتلت المرتبة الأولى من حيث مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات التي تعمل على ترابها حيث بلغت قيمة متوسط هذا المؤشر 2.71 مرّة، وجاءت مملكة البحرين في ذيل الترتيب بقيمة متوسطة تساوي 0.54 مرّة.

الجدول (5-7): توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب الدول العربية

الدولة	الإمارات العربية	البحرين	الجزائر	مصر	الأردن	الكويت	لبنان	المغرب	عُمان	قطر	السعودية	تونس
متوسط القيم السوقية	1.3	0.54	0.41	2.05	1.54	1.52	1.57	2.64	1.67	2.46	2.71	2.49

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

الشكل (5-7): توزيع متوسط القيم السوقية للشركات حسب الدول العربية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية SPSS

### المبحث الثالث: التحليل القياسي لأثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015.

بعد الحصول على البيانات اللازمة للدراسة، سنحاول تقييم واختبار أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية العربية خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2015 وهذا باستعمال نموذج الانحدار المتعدد باستخدام تقنية المربعات الصغرى وفق أسلوب البيانات الزمنية لمقطعية، مع مراعاة أن يتم اتباع كل خطوات الدراسة القياسية السليمة، بداية باختبار استقرارية السلاسل الزمنية والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المفسرة، ثم اختيار نموذج الدراسة المناسب إلى غاية القيام بالاختبارات الاحصائية والقياسية للنموذج المقدر، وفي النهاية ستم مناقشة النتائج التي تم التوصل إليها ومقارنتها مع نتائج الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة.

#### المطلب الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ووجود مشكلة الامتداد الخطي

إن استقرارية السلاسل الزمنية وغياب الامتداد الخطي بين المتغيرات المفسرة من الشروط الضرورية الواجب تحققها للقيام بالدراسة القياسية.

#### أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

من أجل تقدير نموذج بيانات بانل يجب أن نبدأ أولاً بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية لمختلف متغيرات النموذج الخاص بهذه الدراسة وذلك بالاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر شيوعاً واستخداماً، وهذا بهدف الكشف عن خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، وستقتصر دراسة اختبارات الاستقرارية على المتغيرين التابعين فقط (ROE) و (PBV)، أما باقي المتغيرات المفسرة فقد تم دراسة استقراريتهما في المبحث الثالث من الفصل الرابع وتبين أنها مستقرة.

#### الجدول (5-8): اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة التابعة

المتغيرات	نوع الاختبار	عند المستوى I(0)		عند التفاضل الأول I(1)	
		الإحصائية (Statisti)	الاحتمال (Prob)	الإحصائية (Statisti)	الاحتمال (Prob)
ROE	llc	27.2756-	(0.0000)	67.2210-	(0.0000)
	IPS	8.08903-	(0.0000)	26.3405-	(0.0000)
	ADF	741.615	(0.0000)	1292.82	(0.0000)
PBV	llc	126.598-	(0.0000)	106.969-	(0.0000)
	IPS	24.1137-	(0.0000)	25.6527-	(0.0000)
	ADF	998.937	(0.0000)	1262.77	(0.0000)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews9



## الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

من خلال نتائج الاختبارات الثلاثة التي تظهر في الجدول (5-8)، نلاحظ أنها تتطابق فيما بينها وتشير بوضوح إلى غياب جذور الوحدة على مستوى المتغيرين (ROE) و (PBV) ، أي أنّها تكشف عن استقرار هذين المتغيرين عند المستوى (Level) وعند التفاضل الأول وهذا ما يدل على رفض فرضية العدم لوجود جذر الوحدة .

### ثانياً: التأكد من عدم وجود مشكلة الامتداد الخطي

من خلال الجدول رقم (5-9) الموالي، الذي يوضّح معاملات ارتباط بيرسون لجميع المتغيرات المفسّرة نلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدّد العالي بين متغيرات الدراسة المفسّرة حيث نجد أن أعلى نسبة ارتباط سجلت هي 24%.

الجدول (5-9): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة التفسيرية

	TD	Size	Grow		TD	SIZE	INF
TD	1.00			TD	1.00		
Size	0.24	1.00		SIZE	0.24	1.00	
Grow	0.04	0.07	1.00	INF	-0.028	0.04	1.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

### المطلب الثاني: اختيار النموذج الملائم للبيانات الزمنية المقطعية

كما سبق وذكرنا في الفصل السابق، توجد ثلاثة نماذج رئيسية من نماذج البيانات الزمنية المقطعية التي يجب المفاضلة بينها من أجل اختيار أنسبها لبيانات الدراسة. وعليه سيتم عرض النتائج التي نحصل عليها من النماذج الثلاثة ثم نختار أنسبها بالاعتماد على الاختبارات الإحصائية المعروفة.

### أولاً: عرض نتائج النماذج الثلاثة للبيانات الزمنية المقطعية

لقد تمّ الحصول على نتائج النماذج الثلاثة للبيانات الزمنية المقطعية من خلال مخرجات البرنامج الإحصائي STATA 13.0 الذي تمّ استخدامه بدلاً من برنامج الإحصائي EViews نظراً لملائمته لدراسة نماذج البيانات الزمنية المقطعية، بسبب الاختبارات الإحصائية التي يوفّرها والحلول التقنية التي يقترحها لمعالجة المشاكل الإحصائية المختلفة.

الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

1- نتائج النموذج الأول (نموذج ROE): يمكن عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات الزمنية المقطعية على النحو الموضح في الجدول (5-10) الموالي:

الجدول (5-10): نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية (نموذج ROE)

Dependent Variable: ROE									
Sample: 2007 2015									
Periods included: 9									
Cross-sections included: 195									
Total panel (balanced) observations: 1746									
Variable	التمودج التجميعي			نمودج الآثار الثابتة			نمودج الآثار العشوائية		
	Method: Pooled OLS estimator			Method: Pooled OLS estimator			Method: Random effects or Within estimator		
	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic
GROW	0.050525	0.0100943	5.01 (0.000)	0.050638	0.0088752	5.71 (0.000)	0.423184	0.0084966	4.98 (0.000)
SIZE	0.0657805	0.0053569	12.28 (0.000)	-0.0597544	0.0293976	-2.03 (0.042)	0.0549366	0.010022	5.48 (0.000)
TD	-0.309312	0.0233835	-13.23 (0.000)	-0.3273926	0.0406067	-8.06 (0.000)*	-0.3366022	0.0317964	-10.59 (0.000)
C	-0.174887	0.026743	-6.54 (0.000)	0.6730863	0.146884	4.58 (0.000)	-0.113998	0.050444	-2.26 (0.024)
R-squared = 0.1430 AdjR-squared= 0.1415			R-squared 0.5181 AdjR-squared= 0.4571			R-squared			Within= 0.0560
									Between= 0.2276
									Overall= 0.1391
F(3,1742) =96.89 Prob>F = 0.0000			F(196,1594) =8.50 Prob>F = 0.0000			Wald chi2 (3) = 148.93 Prob>F = 0.0000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية STATA13.0

الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

2- نتائج النموذج الثاني (نموذج PBV): يمكن عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات الزمنية المقطعية على النحو الموضح في الجدول (5-11) الموالي:

الجدول (5-11): نتائج النماذج الثلاث للبيانات الزمنية المقطعية (نموذج PBV)

Dependent Variable: PBV										
Sample: 2007 2015										
Periods included: 9										
Cross-sections included: 195										
Total panel (balanced) observations: 1746										
Variable	التموذج التجميعي			نموذج الآثار الثابتة			نموذج الآثار العشوائية			
	Method: Pooled OLS estimator			Method: Fixed effects or within estimator			Method: Random effects or Within estimator			
	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic	Coef	Std. Error	t-Statistic	
SIZE	0.2980596	0.0505913	5.89 (0.000)	-1.429302	0.2460577	-5.81 (0.000)	0.0295911	0.1013159	0.29 (0.770)	
INF	4.563197	0.81674	5.59 (0.000)	6.904389	0.8148471	8.47 (0.000)	7.320658	0.7738277	9.46 (0.000)	
TD	-0.2322586	0.2210454	-1.05 (0.294)	0.5769294	0.3481094	1.66 (0.098)	0.013059	0.2922359	0.04 (0.964)	
C	0.2266654	0.2551525	0.89 (0.374)	8.785059	1.239752	7.09 (0.000)	1.386109	0.5159162	2.69 (0.007)	
R-squared = 0.0383 AdjR-squared= 0.0366				R-squared = 0.5560 AdjR-squared= 0.4998			R-squared			
							Within= 0.0573			
							Between= 0.0026			
							Overall= 0.0215			
F(3,1742) =23.11 Prob>F = 0.0000				F(196,1594) =9.90 Prob>F = 0.0000			Wald chi2 (3) = 89.55 Prob>F = 0.0000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية STATA13.0

ثانياً: اختيار النموذج الملائم

سيتم المفاضلة بين نماذج بانل الثلاثة الرئيسية بالاعتماد على ثلاثة أساليب أو اختبارات وهي:

➤ أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة بتطبيق اختبار فيشر Ficher (F)

➤ أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية بتطبيق اختبار مضاعف لاجرانج (Lagrange Multiplier (LM)

➤ أسلوب الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية بتطبيق اختبار هوسمان Hausman (H)

### 1- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة:

من أجل الاختيار بين PRM و FEM نستخدم اختبار F المقيد بالصيغة التالية:

$$F(N - 1, NT - N - K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)} \quad \dots (3 - 5)$$

حيث أن K: هي عدد المعلمات المقدرة، N: عدد أفراد العينة، NT: عدد المشاهدات.

$R_{FEM}$ : معامل التحديد عند استخدام نموذج الآثار الثابتة.

$R_{PM}$ : معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

نقارن نتيجة المعادلة (3-5) مع القيمة الجدولية لـ  $F(\alpha, N-1, NT-N-K)$  فإذا كانت قيمة المعادلة (3-5) أكبر أو تساوي القيمة الجدولية (أو إذا كانت قيمة P-value أقل أو تساوي 0.05) عندئذ فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

### أ- بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE)

$$F(193, 1594) = \frac{(0.518272 - 0.070108)/(193)}{(1 - 0.518272)/(1594)} = 6.250$$

قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية وبالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي.

كما يمكن الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (P-Value) حيث أنه إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من أو تساوي 0.05 فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم، وهو ما توضحه مخرجات برمجية STATA 13.0:

$$F \text{ test that all } u_i=0: \quad F(193, 1549) = 6.25 \quad \text{Prob} > F = 0.0000$$

ب- بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV)

$$F(193,1594) = \frac{(0.55593 - 0.038337)/(193)}{(1 - 0.55593)/(1594)} = 9.36$$

قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية وبالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي.

كما أنّ القيمة الاحتمالية للاختبار (P-Value) أقل من 0.05 وهو ما توضحه مخرجات برمجية STATA 13.0:

$$F \text{ test that all } u_i=0: \quad F(193, 1549) = 9.36 \quad \text{Prob} > F = 0.0000$$

2- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية:

من أجل الاختيار بين PRM و REM نستخدم إختبار مضاعف لاجرانج (LM) وفق بالصيغة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (T\bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2(1) \quad \dots (4-5)$$

إنّ هذا الاختبار يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرّية واحدة، أما الفرضية الصفرية والفرضية البديلة فهما على النحو التالي:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

حيث أنه إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار LM أكبر من القيمة الجدولية لـ كاي تربيع عند درجة حرية واحد فهذا يعني أنه يمكن رفض فرضية الصفرية القائلة بأن نموذج الآثار العشوائية هو أفضل من النموذج التجميعي.

أ- بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE)

الجدول (5-12): نتائج اختبار مضاعف لاجرنج (نموذج ROE)

$$ROE[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ ID,t ]$$

	Var	sd = sqrt(Var)
ROE	0.030139	0.1736059
e	0.016362	0.127914
u	0.0093401	0.0966444
Test: Var(u) = 0		
-----		
chibar2(01) = 894.89		
-----		
Prob > chibar2 = 0.0000		

المصدر: مخرجات برمجية STATA 13.0

توضّح نتيجة الاختبار أن Prob > chibar2 = 0.0000 وهو أقل من 0.05 وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تقترح أن النموذج التجميعي هو المناسب، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود آثار عشوائية.

ب- بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV):

الجدول (5-13): نتائج اختبار مضاعف لاجرنج (نموذج PBV)

$$ROE[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ ID,t ]$$

	Var	sd = sqrt(Var)
PBV	2.397977	1.54854
e	1.199447	1.095193
u	1.066572	1.0327
Test: Var(u) = 0		
-----		
chibar2(01) = 1461.68		
-----		
Prob > chibar2 = 0.0000		

المصدر: مخرجات برمجية STATA 13.0

توضّح نتيجة الاختبار أن Prob > chibar2 = 0.0000 وهو أقل من 0.05 وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تقترح أن النموذج التجميعي هو المناسب، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود آثار عشوائية.

### 3- الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية:

نقوم بالاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار هوسمان (H) Hausman حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

وتكون صيغة الاختبار على النحو التالي:

$$H: (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) [Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \sim \chi^2(k)$$

حيث أن  $Var(\hat{\beta}_{FEM})$  هو متجه التباين لمعاملات نموذج الآثار الثابتة و  $Var(\hat{\beta}_{REM})$  هو متجه التباين لمعاملات نموذج الآثار العشوائية حيث أن هذه الإحصائية لها توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقدارها K.

يكون نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت قيمة الإحصائية أكبر من قيمة  $(\chi^2)$  الجدولية وعلى العكس سيكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج الآثار العشوائية.

### أ- بالنسبة النموذج الأول (نموذج ROE)

#### الجدول (5-14) نتائج اختبار هوسمان (نموذج ROE)

$$\text{Critical value } \chi_{5\%}^2(3) = 7.814 < \text{Test statistic Hausman: } h \sim \chi^2(3) = 25.94$$

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 25.94$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0000$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية STATA13.0

بما أن قيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي مربع  $(\chi^2)$  الجدولية، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب، وقبول الفرضية البديلة التي

تُشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لتقدير محدّدات الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة.

ب- بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV)

الجدول (5-15) نتائج اختبار هوسمان (نموذج PBV)

<p>Critical value <math>\chi^2_{5\%}(3) = 7.814 &lt; \text{Test statistic Hausman: } h \sim \chi^2(3) = 54.380</math></p>
<p>Test: Ho: difference in coefficients not systematic</p>
<p>chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B) = 54.38</p>
<p>Prob&gt;chi2 = 0.0000</p>

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات STATA 13.0

بما أن قيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي مربع ( $\chi^2$ ) الجدولية، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب، وقبول الفرضية البديلة التي تُشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لتقدير محدّدات الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة.

المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج المقدر

لكي يتم التأكد من صلاحية النموذج القياسي المعتمد في قياس علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، يجب القيام بإجراء بعض الاختبارات للتأكد من اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، والتأكد من خلوه من بعض المشاكل القياسية التي تؤثر سلباً على مصداقية النتائج المتوصل إليها.

أولاً: عرض نتائج ومعلمات النموذج الأفضل (نموذج الآثار الثابتة)

1- نتائج نموذج الآثار الثابتة بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE):

يمكن عرض نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة باعتباره النموذج الملائم للدراسة على النحو الموضح في الجدول (5-16) الموالي:



الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

الجدول (5-16): نتائج نموذج الآثار الثابتة (نموذج ROE)

نتائج نموذج الآثار الثابتة						
Dependent Variable: ROE Sample: 2007 2015 Periods included: 9 Cross-sections included: 194 Number of observations: 1746						
Variable	Coef.	Std. Err	t	P>  t	[95% cnof. intrvall]	
GROW	0.050638	0.0088752	5.71	0.000	0.0332294	0.0680466
SIZE	-0.0597544	0.0293976	-2.03	0.042	-0.1174177	-0.0020911
TD	-0.3273926	0.0406067	-8.06	0.000	-0.4070424	-0.2477427
C	0.6730863	0.146884	4.58	0.000	0.3849738	0.9311989
R-squared = 0.5181				F(196,1594) = 8.50		
Adj R-Squared = 0.4571				Prob>F = 0.0000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات STATA 13.0

2- نتائج نموذج الآثار الثابتة بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV):

يمكن عرض نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة باعتبار النموذج الملائم للدراسة على النحو

الموضح في الجدول (5-17) الموالي:

الجدول (5-17): نتائج نموذج الآثار الثابتة (نموذج PBV)

نموذج الآثار الثابتة						
Dependent Variable: PBV Sample: 2007 2015 Periods included: 9 Cross-sections included: 194 Number of observations: 1746						
Variable	Coef.	Std. Err	t	P>  t	[95% cnof. intrvall]	
SIZE	-1.429302	0.2460577	-5.81	0.000	-1.911943	-0.9466603
INF	6.904389	0.8148471	8.47	0.000	5.306069	8.502709
TD	0.5769294	0.3481094	1.66	0.098	-0.1058861	1.259745
C	8.785059	1.239752	7.09	0.000	6.35329	11.21683
R-squared = 0.5560				F(196,1594) = 9.90		
Adj R-Squared = 0.4998				Prob>F = 0.0000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات STATA 13.0

ثانياً: اختبار معنوية المعامل والمعنية الكلية للنموذج

سيتم اختبار النموذج المقدّر باستعمال معايير إحصائية تهدف إلى اختبار مدى الثقة الاحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج حيث يتم اختبار معنوية المعلمات باستخدام احصائية ستودينت T واستخدام المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F و  $R^2$ .

1- بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE):

أ- اختبار المعنوية الاحصائية للمعلمات المقدّرة

انطلاقاً من الجدول رقم (5-16) نجد أن قيم المحتسبة لـ T (t-Statistic) بالقيم المطلقة للمتغيرات المفسّرة أكبر من القيم الجدولية لتوزيع ستودينت والمقدّرة بـ 2، كما أنّ قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة لـ t-Statistic أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المفسّرة والتابع.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F لاختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال نتائج التقدير التي تظهر في الجدول (5-16).

• إنّ قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج تقدر بـ  $R^2=0.5181$  وهي قيمة مقبولة جداً وعليه فإن المتغيرات المفسّرة تفسّر أو تتحكم في 51.81% من التغيرات التي تحصل في ربحية الأموال الخاصة ممّا يدلّ على أن هناك ارتباط قوي بين ربحية الأموال الخاصة والمتغيرات المفسّرة المدرجة في النموذج، أما النسبة المتبقية (48.19%) فتفسّرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمّنة في حد الخطأ.

• إنّ قيمة إحصائية فيشر المحسوبة  $F=8.50$  أكبر تماماً من القيمة الجدولية، حيث أنّ  $Prob > 0 = 0.000$  وهو ما يدلّ على علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسّرة وعليه فإن النموذج ككل له معنوية.

2- بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV):

أ- اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة

انطلاقاً من الجدول رقم (5-17) نجد أن القيم المحتسبة لـ T (t-Statistic) بالقيم المطلقة للمتغيرات المفسرة أكبر من القيم الجدولية لتوزيع ستودينت والمقدرة بـ 2، كما أن قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة لـ t-Statistic أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المفسرة والتابع.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F لاختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال نتائج التقدير التي تظهر في الجدول (5-16):

• إن قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج تقدر بـ  $R^2=0.5560$  وهي قيمة مقبولة جداً وعليه فإن المتغيرات المفسرة تفسر أو تتحكم في 55.60% من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع، مما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والمتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج، أما النسبة المتبقية (44.40%) فتفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

• إن قيمة إحصائية فيشر المحسوبة  $F=9.90$  أكبر تماماً من القيمة الجدولية، حيث أن  $Prob>0=0.000$  وهو ما يدل على علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة وعليه فإن النموذج ككل له معنوية.

ثالثاً: اختبار النموذج من الناحية القياسية

بعد أن تم التأكد من صلاحية النموذجين من الناحية الإحصائية، سنقوم باختبارهما من الناحية القياسية لمعرفة مدى انسجامهما وتطابقهما مع الفرضيات الخاصة به.

1- إختبار وجود الارتباط الذاتي للأخطاء (autocorrelation): من بين الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها النموذج الخطي، افتراض انعدام الارتباط الذاتي بين قيم البواقي. ولاختبار وجود هذا الارتباط من عدمه تم اللجوء إلى الاختبارات الاحصائية التالية:

✚ إختبار **وولد ريدج (Wooldridge test)** حيث يعتمد هذا الإختبار على بواقي الانحدار

المقدّر ويفترض وجود فرضيتين أساسيتين هما :

- فرضية العدم: التي تنص على انعدام الانحدار الذاتي؛

- الفرضية البديلة: وتعني وجود ارتباط ذاتي موجب.

أ- نتائج إختبار وجود الارتباط الذاتي بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE)

H<sub>0</sub>: no first-order autocorrelation

$$F(1, 193) = 12.383$$

$$\text{Prob} > F = 0.0005$$

في هذه الحالة يتم رفض فرضية العدم، والاقرار بوجود ارتباط ذاتي موجب.

ب- نتائج إختبار وجود الارتباط الذاتي بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV)

H<sub>0</sub>: no first-order autocorrelation

$$F(1, 193) = 16.305$$

$$\text{Prob} > F = 0.0001$$

في هذه الحالة يتم رفض فرضية العدم، والاقرار بوجود ارتباط ذاتي موجب

2- إختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

إن عدم تجانس التباين هو نمط ممنهج (Systematic pattern) للأخطاء حيث يكون التباين في الأخطاء غير ثابت. ولقد تم استخدام إختبار وولد المعدّل (Modified Wald test) من أجل التأكد من ثبات التباين لحدود الخطأ من عدمه، وهذا من خلال دراسة عدم ثبات التباين في الأخطاء لكل مجموعة في نموذج الأثار الثابتة. وتكون الفرضية الصفرية على النحو التالي:

H<sub>0</sub>: التباين في الأخطاء ثابت بين الوحدات المقطعية، حيث:  $\sigma_i^2 = \sigma^2 \text{ for } i = 1 \dots N_g$  و

N<sub>g</sub> هي الوحدات المقطعية (الشركات).

أ- نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة للنموذج الأول (نموذج ROE)

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

$\chi^2(194) = 6.8e+05$

Prob> $\chi^2 = 0.0000$

بما أنّ  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$  ، فإنه يتم رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود ثبات التباين

ب- نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة للنموذج الثاني (نموذج PBV)

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

$\chi^2(194) = 4.8e+05$

Prob> $\chi^2 = 0.0000$

بما أنّ  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$  ، فإنه يتم رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود ثبات التباين.

رابعا: التعامل مع مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين

من أجل تجاوز مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين سنلجأ إلى استعمال طريقة

Beck & Katz سنة 1995، حيث يتم تقدير معلمات النموذج بطريقة PCSE) والمقترحة من طرف

Beck & Katz سنة 1995، حيث يتم تقدير معلمات النموذج بطريقة Paris -Winsten من أجل التعامل

مع مشكلة الارتباط الذاتي.

المطلب الرابع: عرض ومناقشة النتائج

أولاً: نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE)

يمكن عرض نتائج نموذج بانل للأخطاء المعيارية المصححة للنموذجين على النحو الموضح

في الجدولين (5-18) و(5-19).

الفصل الخامس: أثر الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية

خلال الفترة 2007-2015

1- نتائج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE) لنموذج ROE :

الجدول (5-19) نتائج طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لنموذج ROE

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)						
Group variable: ID				Number of obs	=	1746
Time variable: year				Number of groups	=	194
Panels: correlated (balanced)				Obs per group	=	9
Autocorrelation: common AR(1)						
Estimated covariances	=	18915		R-squared	=	0.4172
Estimated autocorrelations	=	1		Wald chi <sup>2</sup> (3)	=	297.92
Estimated coefficients	=	197		Prob > chi <sup>2</sup>	=	0.0000
ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
GROW	0.0436462	0.0103001	4.24	0.000	0.0234584	0.0638341
SIZE	-0.0301639	0.054953	-0.55	0.583	-0.1378698	0.0775421
TD	-0.3417255	0.0538628	-6.34	0.000	-0.4472947	-0.2361563
C	0.5342192	0.2625314	2.03	0.042	0.019667	1.048771
R-squared = 0.4172			Wald chi2(11) = 297.92 Prob> chi2= 0.0000			
rho = .2793189						

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية STATA13.0

2- نتائج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة (PCSE) لنموذج PBV:

الجدول (5-19) نتائج طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لنموذج PBV

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)						
Group variable: ID				Number of obs	=	1746
Time variable: year				Number of groups	=	194
Panels: correlated (balanced)				Obs per group	=	9
Autocorrelation: common AR(1)						
Estimated covariances	=	18915		R-squared	=	0.4794
Estimated autocorrelations	=	1		Wald chi <sup>2</sup> (3)	=	287.68
Estimated coefficients	=	197		Prob > chi <sup>2</sup>	=	0.0000
PBV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
SIZE	-1.493097	0.4583464	-3.26	0.001	-2.39144	-0.5947546
INF	6.166063	1.412969	4.36	0.000	3.396695	8.93543
TD	0.8326755	0.3871918	2.15	0.032	0.0737934	1.591558
C	9.039424	2.290369	3.95	0.000	4.550384	13.52846
R-squared= 0.4794			Wald chi2(3)= 287.68 Prob> chi2= 0.0000			
rho = .2867803						

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية STATA13.0

ثانياً: مناقشة نتائج النموذج الأول (نموذج ROE)

تشير نتائج الانحدار المتعدد والتي يوضحها الجدول (5-18) إلى أنّ المتغيرات المفسرة التي يتضمنها النموذج تفسّر 41.72% من التغيرات التي تحدث على المتغير التابع (نسبة العائد على الأموال الخاصة) وأنّ النموذج كما توضّحه إحصائية «Wald chi<sup>2</sup>» ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99.95% وأنّ نسبة الخطأ في قبول النموذج تساوي صفر (0)، حيث كشفت النتائج أنّ أغلب المتغيرات المفسرة بالنموذج لها علاقة معنوية بالمتغير التابع.

ويُتضح من خلال نتائج الانحدار للنموذج، وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض المالي وربحية الأموال الخاصة في الشركات الصناعية العربية، وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة نسبة الاستدانة بـ 1% سوف تعمل على خفض ربحية الأموال الخاصة بـ 0.34% ورغم أن هذه النتيجة لا تتفق مع تنبؤات نظرية الموازنة التي تنصّ على وجود علاقة ايجابية بين المتغيرين نتيجة لانخفاض تكاليف الاقتراض وتحقيق الوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام آلية الرفع المالي، إلا أنّها تتسجم مع تنبؤات نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل التي تنصّ على أنّه ينبغي على الشركات المُرحة أن تموّل فرصها الاستثمارية بداية بالأرباح المحتجزة؛ وعليه فإنّه من المتوقع أن تنشأ علاقة سالبة بين مستوى الاقتراض ومؤشرات الأداء المالي. كما تتفق هذه النتيجة مع الكثير من الدراسات التطبيقية السابقة، مثل دراسات *Bohari & Khan* (2013) و *Omonde & Muturi* (2013) و *Chukwunweie et al* (2014).

ويرجع سبب هذه النتيجة إلى ضعف النتائج قبل احتساب الضريبة التي حققتها العديد من الشركات الصناعية العربية خلال فترة الدراسة، وهو الأمر الذي لم يسمح لها بتعظيم استفادتها من لجوئها إلى الاقتراض، كما أنّ هذه الشركات العربية لا تلجأ للاستدانة، في الغالب، إلا في الحالات التي تعاني فيها من تراجع النتائج المالية وضعف القدرة على التمويل الذاتي.

أمّا فيما يخصّ علاقة التّمو بربحية الأموال الخاصة فهي علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 وهذا معناه أنّ زيادة النمو سيحسن من ربحية الأموال الخاصة وهذه

النتيجة تتفق مع أغلب الدراسات التطبيقية مثل دراسة *Kouser et al* (2012) التي نصّت على أن نمو المؤسسة يُمارس تأثيرا إيجابيا على ربحية الشركة عموما، وعلى ربحية أموالها الخاصة بشكل خاص.

في حين أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الأموال الخاصة وحجم الشركة (مُقاسا بحجم الأصول) وهو ما لا يتفق مع بعض الدراسات التي أشارت إلى وجود علاقة سالبة بين الطرفين مثل دراسة *Olawale Luqman S et al* (2017) أو بعض الدراسات التي أشارت إلى وجود علاقة موجبة مثل دراسة *Babalola, Yisau Abiodun* (2013).

### ثالثا: مناقشة نتائج النموذج الثاني (نموذج PBV)

تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدّد والتي يوضّحها الجدول (5-20) إلى أنّ المتغيّرات المفسّرة التي يتضمّنها النموذج تفسّر 47.94% من التغيّرات التي تحدث على المتغير التابع (قيمة الشركة) وأنّ النموذج كما توضّحه إحصائية « $\chi^2$ » ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99.95% وأنّ نسبة الخطأ في قبول النموذج تساوي صفر (0)، حيث كشفت النتائج أنّ أغلب المتغيّرات المفسّرة المُدرجة بالنموذج لها علاقة معنوية بالمتغير التابع.

وبيّنت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية وقيمة الشركات محلّ الدراسة، وتتسجم هذه النتيجة مع نظرية *M&M* لسنة 1963 التي نصّت على إمكانية تحقيق الشركة لوفورات ضريبية إذا ما لجأت للاقتراض تودّي إلى الرفع من قيمتها، كما تتفق هذه النتيجة مع تنبؤات نظرية الإشارة بالاستدانة لـ *Ross* (1977) التي نصّت على أنّ الاستخدام المتزايد للرافعة المالية يزيد من القيمة السّوقية للشركة بسبب الإشارة الجيدة التي يُرسلها معدّل الاقتراض في الهيكل التمويلي إلى السّوق للدلالة على الحالة المالية الجيدة للشركة. وتتسجم هذه النتيجة، أيضا، مع ما جاءت به نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل التي أشارت إلى أنّ استخدام المزيد من الديون يخفّض من عدم تماثل المعلومات ويؤدّي إلى تفاعل إيجابي للمستثمرين في السّوق المالي مع طريقة تمويل الشركة ويؤدّي في النهاية إلى ارتفاع أسعار أسهمها.



إلا أنّ ضعف كفاءة الأسواق المالية العربية، حيث لا تعكس أسعار الأسهم في كثير من الأحيان المعلومات المحاسبية والمالية المتعلقة بالشركات المدرجة في تلك الأسواق، بالإضافة إلى تركيز المستثمرين في الأسواق المالية العربية اهتمامهم على الربحية وعدم اهتمامهم بالمعطيات المالية الأخرى التي تخصّ الشركة بما فيها نسب الاقتراض في الهيكل التمويلي؛ يجعل من الصّعب الاعتماد على التنبؤات التي وردت في النظريات العلمية في تفسير العلاقة الطردية بين نسبة الاستدانة والقيمة السّوقية للشركات، خاصة في ظلّ العلاقة السلبية بين الهيكل التمويلي وربحية الأموال الخاصة التي ظهرت في النموذج الأوّل.

كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين حجم الشركات (مُقاسا بحجم الأصول) محلّ الدراسة وقيمها السّوقية، ويرجع سبب ذلك إلى أنّ زيادة القيمة الدفترية للأصول دون أن يُصاحب ذلك زيادة مُناسبة في القيمة السّوقية لأسهم الشركة، يترتّب عنه انخفاض في مؤشّر القيمة السّوقية إلى القيمة الدفترية الذي تم اعتماده للتعبير عن قيمة المؤسّسة. علماً أنّ أغلب الدراسات التجريبية تُشير إلى علاقة موجبة بين حجم الشركة وقيمتها، مثل دراسة *Jonson* (2007) ودراسة *Gschandtner* (2005).

في حين أظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدّل التضخّم وقيمة الشركات، ويرجع ذلك إلى التأثير الإيجابي للتضخّم على إيرادات وقيمة أصول الشركات من جهة، وإلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات تماشياً مع ارتفاع المستوى العام للأسعار في الاقتصاد ككل من جهة أخرى، حيث أنّ ارتفاع معدّلات التضخّم يدفع البعض نحو شراء الأسهم كأداة للتحوّط أمام انخفاض القوة الشرائية، وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع القيمة السّوقية لها.

### خلاصة الفصل

تضمّن هذا الفصل دراسة إحصائية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لعينة مشكّلة من 194 شركة صناعية عربية خلال الفترة 2007-2015، وهذا باستخدام نموذج الانحدار المتعدّد باستخدام تقنية المربّعات الصغرى وفقا لأسلوب البيانات الزمنية لمقطعية، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمّها:

✓ وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي ممثلاً بنسبة إجمالي القروض المالية في الهيكل التمويلي وربحية الشركة مقاسة بالعائد على الأموال الخاصة، وهو ما يُشير إلى وجود أثر للرفع المالي سالب تعود أسبابه أساساً؛ إلى تراجع النتائج التشغيلية للشركات الصناعية العربية وهو الأمر الذي لم يسمح لها بالاستفادة من الوفورات الضريبية التي تنتج عن التمويل بالاقتراض. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه أغلب الدراسات التطبيقية السابقة التي أُجريت على الشركات العاملة في اقتصاديات دول العالم الثالث والتي أشارت إلى وجود علاقة سلبية بين التمويل بالاقتراض والأداء المالي للشركات.

✓ وجود أثر إيجابي للهيكل التمويلي على قيمة الشركات الصناعية العربية، ورغم انسجام هذه النتيجة مع تنبؤات نظرية *M&M* لسنة 1963 ونظرية الإشارة بالاستدانة لـ *Ross* (1977) ونظرية الموازنة الساكنة، والتي أشارت جميعها إلى إمكانية أن ترفع الشركة من قيمتها في حالة استعمالها للقروض في التمويل، سواء بسبب الوفورات الضريبية المحقّقة أو من خلال الإشارة الجيدة التي يُرسلها معدّل الاقتراض في الهيكل التمويلي إلى السوق المالي، إلا أنّ هذه النتيجة المتوصّل إليها تحتاج إلى مزيداً من التأكيد والاختبار في ظل ضعف كفاءة الأسواق المالية العربية والطابع العشوائي لحركة أسعار الأوراق المالية فيها، والتي لا تعكس بشكل كامل المعلومات والبيانات عن الأوضاع المالية للشركات المقيدة فيها والخصائص التي تميّزها لا سيما تلك المتعلقة منها بطريقة تمويلها وتشكيله هياكل تمويلها.

الخاتمة

تعتبر إدارة الأموال من الوظائف الأساسية للإدارة المالية داخل المؤسسة، والتي يتم من خلالها تحديد الحجم المناسب للأموال اللازمة لتمويل عمليات المؤسسة واختيار أفضل مزيج تمويلي من مصادر التمويل المختلفة المتاحة للمؤسسة. ويعتبر قرار تحديد الهيكل التمويلي من أكثر القرارات حساسية وأهمية في المؤسسة نظراً للأثار المترتبة عن هذا النوع من القرارات والإشارات التي يرسلها للسوق حول الوضعية المالية للمؤسسة وأفاقها المستقبلية.

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل قرارات التمويل وأثرها على الأداء المالي لمجموعة من الشركات الصناعية العربية المقيدة في 13 سوق مالي عربي للفترة 2007-2015. حيث تم تطبيق نموذجين رئيسيين، تناول النموذج الأول دراسة وتقييم العلاقة بين مجموعة من العوامل المتعلقة بخصائص المؤسسة وخصائص البيئة المحيطة مع تشكيلة الهيكل التمويلي داخل هذه الشركات، في حين اهتم النموذج الثاني بتحليل أثر الهيكل التمويلي مقاساً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الخصوم على ربحية وقيمة الشركات باستعمال مؤشر العائد على الأموال الخاصة لقياس الربحية ومؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لقياس القيمة.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتي تمثل في نفس الوقت إجابة عن الإشكالية والأسئلة الفرعية المطروحة:

**النتائج المتعلقة بالجانب النظري:** من خلال مراجعة مختلف المساهمات النظرية والدراسات التطبيقية حول قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية أمكن الخروج بمجموعة من النتائج النظرية أهمها:

**النتيجة الأولى:** شهدت النظرية الحديثة للتمويل تطوراً جوهرياً منذ سنة 1958 إذ تحولت من نظرية معيارية تحاول تكيف الواقع بما يتماشى وفرضياتها، إلى نظرية إيجابية تسعى إلى تفسير السلوك التمويلي المشاهد للمؤسسات الاقتصادية في الواقع العملي. بالإضافة إلى مساهمتها في إرساء مدخل علمي يسمح بفهم سيرورة اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، من خلال تحديد العناصر الأساسية المشكّلة للمسألة القرارية والمتمثلة في الهدف الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه وبدائل التمويل الواجب المفاصلة بينها، والقيود التي تُحدّد المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على الأموال المقترضة في التمويل.

**النتيجة الثانية:** كشفت مراجعة تنبؤات النظريات المختلفة ونتائج الأبحاث التطبيقية عن عدم وجود اتفاق حول العوامل المؤثرة في قرارات التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة، ما يثير التساؤل حول قدرة نظريات الهيكل التمويلي على تفسير السلوك التمويلي المشاهد في الواقع العملي، خاصة في ظل اختلاف خصائص المؤسسات الاقتصادية وعدم تجانس عوامل البيئة المحيطة التي تعمل فيها.

**النتيجة الثالثة:** قامت النظرية الحديثة للتمويل على مجموعة من الافتراضات أهمها، توقّر الرشد الاقتصادي في سلوك الوحدات الاقتصادية مع وجود هدف أساسي تسعى هذه الوحدات لتحقيقه عند اتخاذها للقرارات يتمثل في تعظيم المنفعة المتوقعة، وهذا دون مراعاة لأيّة اعتبارات سلوكية أو أخلاقية تؤثر في عملية اتخاذ القرار، وهو ما يجعلها لا تعكس حقيقة الواقع المشاهد لكثير من الوحدات الاقتصادية التي تتبنى أهدافاً أخرى غير هدف التعظيم مثل هدف الإرضاء، كما أن افتراض السلوك الرشيد غير واقعي في ظل الحدود الإدراكية للطبيعة البشرية ومحدودية المعلومات المتاحة لدى متخذ القرار.

**النتيجة الرابعة:** إنّ المحددات والعوامل التي أشارت إليها مختلف نظريات الهيكل التمويلي قد يختلف تأثيرها على تشكيل الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية باختلاف ظروف البيئة المحيطة التي تعمل فيها هذه الشركات مثل القيم الاجتماعية والدينية والظروف الاقتصادية ودرجة تطوّر وكفاءة أسواق رأس المال والنظم الضريبية...إلخ

#### النتائج المتعلقة بالدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات:

من خلال الدراسة التطبيقية التي تم إجراؤها على مجموعة من الشركات الصناعية العربية خلال الفترة 2007-2015 تمّ التوصل إلى النتائج الرئيسية التالية:

**النتيجة الأولى:** عرفت نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية استقراراً خلال فترة الدراسة 2007-2015 ولم تتأثر بالأزمة المالية العالمية وتقلّبات أسعار النفط العالمية، كما أنّها جاءت متناسقة مع النسب المعيارية الدولية. كما أظهر تحليل التباين الأحادي (ANOVA) وجود اختلافات ذات دلالة احصائية في متوسط نسب الاقتراض المالي لدى الشركات محلّ الدراسة بين مختلف الدول العربية التي تنشط فيها هذه الشركات وبين مختلف القطاعات

الصناعية التي تنتمي إليها، وتُشير هذه النتائج بوضوح إلى التأثير الذي يمارسه نوع الصناعة والبيئة المحيطة على الاختيارات التمويلية للشركات الصناعية العربية، الأمر الذي يدعم الطرح النظري بوجود هيكل تمويلي يناسب كل مؤسسة اقتصادية حسب خصائصها وخصائص المحيط الذي تعمل فيه.

**النتيجة الثانية:** كشفت نتائج تقدير نموذج محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية العربية أنّ المتغيرات المستقلة تفسر 75% من التغير في المتغير التابع مقاساً بإجمالي القروض المالية إلى الأصول الصافية وأنّ النموذج ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99.9%. وبالتالي تمّ رفض الفرضية الصفرية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين اختيار الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية من جهة والعوامل المرتبطة بخصائص الشركة والعوامل المرتبطة بخصائص البيئة المحيطة بها مجتمعة من جهة أخرى، وقبول الفرضية البديلة.

**النتيجة الثالثة:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمجموعة من العوامل، التي تمثل خصائص الشركات محلّ الدراسة، على نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية وتتمثل هذه العوامل في العمر، الربحية، السيولة، الحجم ونسبة الوفورات الضريبية البديلة. في حين لم يكن لبقية العوامل الأخرى التي تم إدراجها في نموذج الانحدار والمتمثلة في نسبة الأصول الملموسة والنمو، أيّ تأثير على طريقة تشكيل الهياكل التمويلية داخل هذه الشركات. وعليه تمّ رفض الفرضيات الفرعية الصفرية الثالثة والرابعة والخامسة والسادسة والسابعة والتي تنصّ بعدم وجود علاقة بين الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية وكل من متغيرات العمر والربحية والسيولة والحجم ونسبة الوفورات الضريبية البديلة، وقبول الفرضيات البديلة. في حين تمّ قبول الفرضيات الفرعية الصفرية الأولى والثانية والتي تنصّ بعدم وجود علاقة بين الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية وكل من هيكل الأصول ومعدّل النمو.

حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي ومعنوي لنسبة الربحية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تنصّ على أن المؤسسة لا تلجأ للاقتراض إلا بعد استعمال مصادر التمويل الداخلي التي تنتج بشكل أساسي من الأرباح المحققة، كما أنّ هذه النتيجة لا تختلف عن نتائج الدراسات التطبيقية السابقة التي أظهرت

علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. أما فيما يخص السيولة فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية أيضا بينها وبين نسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي، وهو ما يتوافق مع تنبؤات نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل وينسجم مع الدراسات التطبيقية السابقة.

في حين كشفت نتائج الدراسة عن علاقة سالبة بين عمر المؤسسة ونسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي، وهو ما ينسجم مع ما جاءت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي ترى أنّ مشكل عدم تماثل المعلومات الذي تُعاني منه الشركات الحديثة في النشاط بشكل أكبر مقارنة بالشركات القديمة، يدفعها للاعتماد أكثر على الأموال المقترضة في التمويل.

أما العلاقة بين الوفورات الضريبية ونسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي فقد جاءت عكسية، وهذه النتيجة تتفق مع الكثير من الدراسات التي ترى أنّ الوفورات الضريبية الناجمة عن أعباء غير أعباء القروض، يمكن أن تكون بديلا عن الوفورات الضريبية الناجمة عن التمويل بالقروض، ومن ثمّ فإنّ المؤسسات التي يمكنها تحقيق وفورات ضريبية مرتفعة بديلة، يتوقع أن تتخفف نسبة الاقتراض في هياكلها التمويلية.

وفي الأخير فإنّ العلاقة بين الحجم ونسبة الاقتراض المالي في الهيكل التمويلي كانت علاقة طردية، وهو ما يتسق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة التي خلصت إلى ميل المؤسسات كبيرة الحجم إلى زيادة مستويات الاقتراض في هياكلها التمويلية نظرا لقدرتها على خدمة الدين وانخفاض احتمالات إفلاسها.

**النتيجة الرابعة:** فيما يخص تأثير العوامل المرتبطة بخصائص البيئة المحيطة على الهياكل التمويلية للشركات، فقد أظهرت نتائج الدراسة أنّ كل من معدّل التضخم ومعدّل نمو الناتج المحلي الخام لم يكن لهما تأثير ذو دلالة إحصائية في طريقة تشكيل الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة. وعليه تمّ قبول الفرضيتين الفرعيتين الصفريتين للدراسة الثامنة والتاسعة والتي تنصّ بعدم وجود علاقة بين الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية وكل من معدّل التضخم ومعدّل نمو الناتج المحلي الخام. كما تمّ رفض الفرضيتين الفرعيتين الصفريتين العاشرة والحادية عشر والتي تنصّ بعدم وجود علاقة بين الهياكل التمويلية للشركات الصناعية العربية و كل من معدّل نمو الرسملة البورصية ومعدّل نمو السيولة النقدية وقبول الفرضيتين البديلتين.

حيث أظهرت مخرجات النموذج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدّل نمو رسملة سوق رأس المال وبين نسب القروض في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة، وتتسق هذه النتيجة مع نظرية توقيت السوق التي تشير إلى أنّ ارتفاع أسعار الأسهم يشجّع الشركات على إصدار مزيداً من الأسهم بدلاً من اللجوء للاقتراض.

أمّا العلاقة بين معدّل نمو عرض النقود في الاقتصاد وبين نسب الاقتراض المالي في الهياكل التمويلية للشركات محلّ الدراسة فقد كانت طردية، وهو ما يتفق مع الكثير من الدراسات التطبيقية التي أشارت إلى أنّه بزيادة عرض النقود في الاقتصاد، تزيد السيولة في البنوك وتخفض تكلفة الأموال المقترضة، الأمر الذي شجّع الشركات الصناعية العربية على المزيد من الاقتراض.

**النتيجة الخامسة:** أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي ممثلاً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الخصوم وربحية الشركات مُقاسةً بالعائد على الأموال الخاصة، وهو ما يُشير إلى وجود أثر للرفع المالي سالب، ويرجع أحد أهم أسبابه إلى تراجع النتائج التشغيلية للكثير من الشركات الصناعية العربية، الأمر الذي لم يسمح لها بالاستفادة من الوفرة الضريبي والأثر الإيجابي للرفع المالي. وبالتالي تمّ رفض الفرضية الصفرية الرئيسية الثانية التي تنص على عدم وجود أثر للهيكل التمويلي، ممثلاً في نسبة إجمالي القروض المالية إلى الخصوم، على ربحية الأموال الخاصة للشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية وقبول الفرضية البديلة.

**النتيجة السادسة:** أظهرت نتائج الدراسة وجود أثراً موجباً للهيكل التمويلي، ممثلاً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الخصوم، على قيمة الشركات محلّ الدراسة، مقاسةً بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، ورغم انسجام هذه النتيجة مع تنبؤات الكثير من الدراسات النظرية والتطبيقية التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي للاقتراض على القيمة السوقية للشركة مثل نظرية *M&M* لسنة 1963 ونظرية الإشارة بالاستدانة لـ *Ross* سنة 1977، إلا أنّه يصعب الجزم بوجود مثل هذه العلاقة الموجبة بين المتغيّرين في ظلّ غياب الكفاءة عن أغلب الأسواق المالية العربية والطابع العشوائي للتغيّر في أسعار أسهم الكثير من الشركات المدرجة فيها.

فرغم الإصلاحات والتطوّرات التي عرفتتها الأسواق المالية لعربية، فإنّها لا تزال تعاني من من بعض النقائص والتشوّهات التي أعاققت قيامها بدورها الأساسي المتمثّل في توفير التمويل اللازم



للمؤسسة الاقتصادية وضمان تقييم موضوعي لقيمة أسهمها. وتتمثل هذه النقائص في ضيق نطاق السوق بسبب محدودية أدوات الاستثمار المتاحة وتركز التداولات على عدد محدود من الأوراق المالية مع ضعف في التنوع وانخفاض السيولة بسبب انخفاض معدلات التداول، بالإضافة إلى التقلبات الشديدة في الأسعار، مع تسجيل قلة الوعي لدى المستثمر العربي الذي يجعله لا يُولي أهمية كبيرة للمعلومات المالية التي ترده من الشركات المدرجة في البورصة. وفي ظل هذه الخصائص التي تميز الأسواق المالية العربية، يصبح من الصعب جعل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف يحظى بالأولية ضمن السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية العربية وكموجه أساسي لقراراتها المالية. وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية الرئيسية الثالثة التي تنص على عدم وجود أثر للهيكل التمويلي، ممثلاً في نسبة إجمالي القروض المالية إلى الخصوم، على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات الصناعية المدرجة في البورصات العربية وقبول الفرضية البديلة.

**النتيجة السابعة:** رغم أن السلوك التمويلي للشركات الصناعية العربية يتوافق أكثر مع تنبؤات نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ومخرجات نظرية توقيت السوق. إلا أن الفرضيات التي قامت عليها نظريات الهيكل التمويلي والتنبؤات التي توصلت إليها لا يُمكنها وحدها تفسير السلوك التمويلي للشركات الصناعية العربية، نظراً لاختلاف البيئة التي تعمل فيها هذه الشركات عن بيئة الشركات في الدول المتقدمة التي نشأت فيها تلك النظريات، بالإضافة إلى تجاهل القيم الدينية في المجتمعات العربية التي تحرم اللجوء إلى القروض الربوية وإهمالها لطرق التمويل الإسلامي التي أصبحت تلقى اهتماماً واسعاً في المصارف والأسواق المالية الدولية خاصة بعد النداءات السلبية التي خلفتها الإزمات الاقتصادية العالمية والتي كان من أحد أسبابها انتشار الرّبا.

#### مقترحات الدراسة:

بناء على النتائج التي تمّ التوصل إليها من خلال هذه الدراسة، ننقدهم بالمقترحات التالية للقائمين على إدارة الشركات محلّ الدراسة ولأصحاب القرار على مستوى السلطات العمومية في البلدان العربية:

1- على إدارة الشركات العربية أن تُولي الأهمية اللازمة لقرارات التمويل من خلال اعتماد الأصول العلمية المتعارف عليها عند اتخاذ هذه القرارات، انطلاقاً من التعرّف على بدائل التمويل المُتاحة ثمّ

تقييمها وفق المعايير الموضوعية مُسبقاً من طرف الإدارة العليا، ومن ثمّ اختيار البديل الأنسب للمؤسسة. مع ضرورة التوجّه أكثر نحو استعمال أدوات التحليل الكميّ في اتخاذ مثل هذا النوع من القرارات من خلال استعمال أساليب حساب تكلفة مصادر التمويل المختلفة وطرق التنبؤ بالتدفق النقدي والاحتياج التمويلي واستعمال أدوات التحليل المالي وتحليل الحساسية والمحاكاة، وغيرها من الأساليب الكميّة التي يمكن تطويعها لاستعمالها في صناعة قرارات التمويل.

2- ضرورة إعطاء الإدارة المالية مكانة أكبر في الهيكل التنظيمي في الشركات الصناعية العربية، مع تحويلها لصلاحيات أكبر في عملية صنع القرارات التمويلية، وتدعيمها بالاطارات الكفؤة التي تكون مطلّعة على الأدبيات العلمية والتقنيات العملية لإدارة الأموال في المؤسسة.

3- ضرورة الاهتمام والأخذ بالحسبان أهم العوامل التي تؤثر في السلوك التمويلي، خاصة تلك المتعلقة منها بخصائص الشركات ونتائج نشاطها مثل الربحية والسيولة والحجم، مع العناية بتصميم الهيكل التمويلي المناسب من حيث توزيع مصادره بين أموال خاصة وأموال الغير، بما يتناسب وظروف الشركة وبما يُسهم في تحقيق أهدافها المرسومة.

5- ينبغي العمل على إصلاح الخلل في الهياكل التمويلية للشركات العربية التي تعتمد بشكل مبالغ فيه على الاقتراض في تمويل عملياتها التشغيلية والاستثمارية؛ خاصة في ظل نتائج الدراسة التي أظهرت أثراً سلبياً للاقتراض على ربحية الأموال الخاصة.

6- ضرورة الاهتمام بمصادر التمويل الداخلي للشركة من خلال إدارة سليمة للأرباح المحتجزة نظراً للمزايا الكبيرة التي تتمتع بها خاصة عندما يكون العائد المتوقع على الاستثمار مرتفعاً، وهو ما من شأنه أن يدعّم الهيكل التمويلي ويوفّر السيولة اللازمة للشركة.

7- على الشركات الاقتصادية العربية التوجّه أكثر نحو التمويل الاسلامي والاستفادة من المزايا والايجابيات التي يتمتع بها، خاصة في جانب تنوّع الصيغ التمويلية التي يعرضها وانخفاض المخاطر المُصاحبة له، حيث يمكن الاستعاضة عن التمويل بالقروض الربوية من خلال نظام التمويل بالمرابحة أو التمويل بالإستئجار.

8- على الإدارة المالية إدراك الترابط الوثيق بين قرارات التمويل والاستثمار وكذلك قرار توزيع الأرباح، حيث أنّ تحديد الهيكل التمويلي في الشركة يعتمد بشكل أساسي على السياسات الاستثمارية في الشركة وعلى السياسية المعتمدة في توزيع الأرباح المحقّقة.

9- على الشركات الاقتصادية العربية محاولة الاستفادة من الوفورات الضريبية البديلة التي توفرها المخصّصات والاعفاءات والاهتلاكات للتعويض عن الوفر الضريبي الناتج عن استعمال القروض في التمويل.

10- ضرورة توفير كل البيانات والمعلومات عن الشركات المدرجة في مختلف البورصات العربية من أجل ضمان انعكاس الوضع المالي الحقيقي للشركات على القيمة السوقية لها، وبالأخصّ العلاقة ما بين نسب الدين في الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للشركة.

11- على حكومات الدول العربية تفعيل دور الأسواق المالية في تمويل الشركات، لما لذلك من أثر إيجابي في تغطية الاحتياجات المالية لها وترشيد قراراتها التمويلية.

12- على حكومات الدول العربية المساهمة في تفعيل آليات التمويل الإسلامي في القطاع المالي العربي ومواكبة التطورات العالمية التي يعرفها قطاع المالية الإسلامية من أجل تعبئة المدّخرات المحليّة التي يعزف أصحابها عن توظيفها في البنوك التقليدية التي تتعامل بالفوائد الربوية، والمساهمة في نفس الوقت في توفير بدائل تمويلية جديدة للمؤسسة الاقتصادية العربية.

### آفاق الدراسة:

تفتح نتائج الدراسة آفاقاً واسعة للباحثين في الميدان من أجل توسيع مجال البحث ليشمل عدداً أكبر من الشركات المشكّلة لعينة الدراسة أو توسيع المجال الزمني للدراسة، كما يمكن تضمين نموذج الدراسة متغيّرات مستقلة أخرى أو تغيير المؤشّرات التي تم استخدامها للتعبير وقياس متغيّرات الدراسة. كما ننصح باستعمال أسلوب الاستبيان لجمع البيانات حول آراء المدراء الماليين فيما يخص اتجاهاتهم وسياساتهم التمويلية وهذا من أجل الاطلاع أكثر على الجوانب السلوكية في تفسير القرارات التمويلية وقرارات الهيكل التمويلي. ونقترح أن تتناول الدراسات المستقبلية المواضيع الآتية:

- تأثير العوامل السلوكية على الاختيارات التمويلية للمؤسسة.
- قدرة نظريات الهيكل التمويلي على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية العربية.
- نظرية الهيكل التمويلي في ظل وجود صيغ التمويل الإسلامي.
- أثر عوامل الاقتصاد الكلي على الاختيارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية.

الملاحق

## الملحق رقم (1): قائمة الشركات العربية الصناعية محلّ الدراسة

الرقم	الشركة	الدولة	الرقم	الشركة	الدولة
1	ABU DHABI NATIONAL	الامارات	41	MIDDLE EGYPT	مصر
2	FUJAIRA CEMENT	الامارات	42	MINAPHARM	مصر
3	GULF PHARMACEUTICAL	الامارات	43	MISR BENI SUEF	مصر
4	NATIONAL CEMENT CO	الامارات	44	MISR CEMENT QENA	مصر
5	RAS AL-KHAIMAH WHITE	الامارات	45	MISR CHEMICAL INDUST	مصر
6	SHARJAH CEMENT	الامارات	46	MISR REFRIGERATOR	مصر
7	BAHRAIN FLOUR MILLS	البحرين	47	NATIONAL CEMENT	مصر
8	DELMON POULTRY CO	البحرين	48	NAT.CO.FOR MAIZE PRDS.	مصر
9	SAIDAL	الجزائر	49	NORTH CAIRO FLOUR	مصر
10	ACROW MISR	مصر	50	NORTHERN	مصر
11	AL AHRAM	مصر	51	ORIENTAL WEAVERS	مصر
12	ALEXANDRIA CEMENT	مصر	52	PACHIN	مصر
13	ALEXANDRIA CONTAIN	مصر	53	SIDI KERIR PETROCHEM	مصر
14	ALEXANDRIA PHARMA	مصر	54	SUEZ BAGS	مصر
15	ALEXANDRIA SPINNING	مصر	55	SUEZ CEMENT COMPANY	مصر
16	ARAB ALUMINUM COMPAN	مصر	56	TOURAH PORTLAND	مصر
17	ARAB CERAMIC CO SAE	مصر	57	UPPER EGYPT FLOUR	مصر
18	ARAB COTTON GINNING	مصر	58	AKARY FOR INDUSTRIAL	مصر
19	ARAB DAIRY	مصر	59	AL EQBAL INVES	الأردن
20	ARAB POLIVARA SP	مصر	60	AL QUDS READYMIX PLC	الأردن
21	ASEK CO FOR	مصر	61	AL-EKBAL PRINTING	الأردن
22	CAIRO POULTRY	مصر	62	ARAB ELECTRICAL INDU	الأردن
23	DELTA SUGAR COMPANY	مصر	63	ARAB FOR INVESTMENT	الأردن
24	EASTERN TOBACCO CO	مصر	64	ARAB INTERNATIONAL F	الأردن
25	EGYPT INTL PHARMACEU	مصر	65	ARAB POTASH COMPANY	الأردن
26	EGYPTIAN ELECTRICAL	مصر	66	ARABIAN STEEL PIPES	الأردن
27	EGYPTIAN FINL &	مصر	67	ASSAS FOR CONCRETE	الأردن
28	EGYPTIAN STARCH	مصر	68	COMPREHENSIVE MULTIP	الأردن
29	EL EZZ ALDEKHELA	مصر	69	DAR AL DAWA	الأردن
30	EL EZZ CERAMICS	مصر	70	ELZAY READY WEAR MAN	الأردن
31	EL EZZ STEEL REBARS	مصر	71	GENERAL MINING CO PL	الأردن
32	EL NASR CLOTHING	مصر	72	HAYAT PHARMA	الأردن
33	EL SEWEDY ELECTR	مصر	73	INDUSTRIAL COMMERC	الأردن
34	GB AUTO S.A.E	مصر	74	INTERNATIONAL SILICA	الأردن
35	GLAXO SMITH KLINE	مصر	75	JORDAN CEMENT FACTOR	الأردن
36	INTERNATIONAL AGRI	مصر	76	JORDAN CHEMICAL	الأردن
37	KAFR EL ZAYAT	مصر	77	JORDAN DAIRY	الأردن
38	LECICO EGYPT	مصر	78	JORDAN INDUSTRIAL RE	الأردن
39	MEMPHIS PHARMA	مصر	79	JORDAN PAPER AND CAR	الأردن
40	MID & WST DELTA MILL	مصر	80	JORDAN PHOSPHATE	الأردن

الرقم	الشركة	الدولة	الرقم	الشركة	الدولة
81	JORDAN PIPES MANUFAC	الأردن	121	PROMOPHARM	المغرب
82	JORDAN STEEL PLC	الأردن	122	SNEP	المغرب
83	JORDAN VEGETABLE OIL	الأردن	123	SOCIETE DE THER	المغرب
84	JORDAN WOOD INDUSTRI	الأردن	124	A SAFFA FOODS	المغرب
85	JORDAN WORSTED MILLS	الأردن	125	AL ANWAR CERAMIC	عمان
86	MIDDLE EAST PHARMACE	الأردن	126	AL FAJAR AL ALAMIA C	عمان
87	NATIONAL ALUMINIUM I	الأردن	127	AL HASSAN ENG	عمان
88	NATIONAL CHLORINE IN	الأردن	128	AL JAZEERA STEEL	عمان
89	NATIONAL POULTRY PLC	الأردن	129	AREEJ VEGETABLE OILS	عمان
90	NATIONAL STEEL INDUS	الأردن	130	COMPUTER STATIONERY	عمان
91	NUTRIDAR	الأردن	131	CONSTRUCTION MATE	عمان
92	PEARL SANITARY PAPER	الأردن	132	DHOFAR BEVERAG	عمان
93	THE ARAB PESTICIDES	الأردن	133	DHOFAR CATTLE FEED	عمان
94	THE JORDANIAN PHARMA	الأردن	134	GALFAR ENGINEERING	عمان
95	TRAVERTINE COMPANY P	الأردن	135	GULF INTERNATIONAL	عمان
96	UNION TOB & CIG IND	الأردن	136	GULF MUSHROOM	عمان
97	UNIVERSAL MODERN IND	الأردن	137	MAJAN GLASS CO	عمان
98	ACICO INDU	الأردن	138	MUSCAT THREAD MILLS	عمان
99	EQUIPMENT HOLDING CO	الأردن	139	NATIONAL ALUMINIUM P	عمان
100	GLASS GULF GLASS	الكويت	140	OMAN CABLES	عمان
101	GULF CABLE	الكويت	141	OMAN CEMENT CO	عمان
102	HEAVY ENGINEERING	الكويت	142	OMAN CHLORINE SAOG	عمان
103	HILAL CEMENT COMPANY	الكويت	143	OMAN CHROMITE COMPAN	عمان
104	KUWAIT BUILDING	الكويت	144	OMAN FIBER OPTIC COM	عمان
105	KUWAIT CEMENT CO	الكويت	145	OMAN FISHERIES	عمان
106	KUWAIT PACKING MAT	الكويت	146	OMAN FLOUR MILLS CO.	عمان
107	METAL AND RE	الكويت	147	OMAN PACKAGING	عمان
108	NATIONAL CONSUMER	الكويت	148	OMAN TEXTILE HOLDING	عمان
109	NATIONAL INDUSTRIES	الكويت	149	RAYSUT CEMENT	عمان
110	SHUAIBA INDUSTRIAL	الكويت	150	SALALAH FLOUR MILLS	عمان
111	HOLCIM LIBAN SAL	لبنان	151	THE NATIONAL DETERGE	عمان
112	SOCIETE LIBANAISE DE CEMENT BLANCS	لبنان	152	AAMAL HOLDING	عمان
113	CARTIER SAADA SA	المغرب	153	INDUSTRIES OF QATAR	قطر
114	CENTRALE LAITIERE	المغرب	154	QATAR ELECTRICITY	قطر
115	CIMENTS DU MAROC	المغرب	155	QATAR INDUSTRIAL	قطر
116	DARI	المغرب	156	QATAR NATIONAL	قطر
117	LES EAUX MINERAL	المغرب	157	QATARI INVESTORS	قطر
118	LESIEUR CRISTAL	المغرب	158	ADVANCED POLY	قطر
119	MAGHREB OXYGEN	المغرب	159	AL-JOUF AGRICULTURE	قطر
120	NEXANS MAROC	المغرب	160	ALMARAI CO LTD	السعودية

الرقم	الشركة	الدولة
161	ARAB CEMENT COMPANY	السعودية
162	ARABIAN PIPES CO	السعودية
163	EASTERN PROVINCE	السعودية
164	FILLING AND PACKING	السعودية
165	NAMA CHEMICALS CO	السعودية
166	NATIONAL AGRI	السعودية
167	NATIONAL COMPANY -	السعودية
168	NATIONAL METAL	السعودية
169	QASSIM CEMENT CO	السعودية
170	SAHARA PETROCHEMICAL	السعودية
171	SAUDI BASIC IND	السعودية
172	SAUDI CEMENT COMPANY	السعودية
173	SAUDI CHEMICAL CO	السعودية
174	SAUDI FISHERIES CO	السعودية
175	SAUDI INDUSTRIAL INV.	السعودية
176	SAUDI INDL.EXPORT	السعودية
177	SAUDI INTERNATIONAL	السعودية
178	SAUDI PAPER	السعودية
179	SAUDI PHARMACEUTICAL	السعودية
180	SAUDIA DAIRY	السعودية
181	SAUDIA DAIRY	السعودية
182	SAVOLA GROUP	السعودية
183	SOUTHERN PROVINCE	السعودية
184	TABUK CEMENT COMPANY	السعودية
185	WAFRAH FOR INDUSTRY	السعودية
186	YAMAMA SAUDI CEMENT	السعودية
187	YANBU CEMENT COMPANY	السعودية
188	YANBU NATIONAL PETRO	السعودية
189	ELBENE INDUSTRIE SA	تونس
190	L'ACCUMULATEUR TUNIS	تونس
191	SOCIETE ADWYA	تونس
192	SOCIETE DE FAB	تونس
193	SOCIETE TUNISIE PROFILES ALUMINIUM SA	تونس
194	STE DES INDUST. PHAR	تونس

الملحق رقم (2): نتائج التحليل القياسي لمحددات الهيكل التمويلي

**Pooled OLS estimator**      **1- نتائج نموذج الانحدار التجميعي**

Source	SS	df	MS			
Model	14.8867318	11	1.35333926	Number of obs =	1746	
Residual	35.4467066	1734	.020442161	F( 11, 1734) =	66.20	
Total	50.3334384	1745	.028844377	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2958	
				Adj R-squared =	0.2913	
				Root MSE =	.14298	

TD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
M2	.0898446	.0527188	1.70	0.089	-.0135545	.1932438
GDP	.1106967	.1190956	0.93	0.353	-.1228894	.3442827
TANG	-.0000959	.0002169	-0.44	0.659	-.0005213	.0003296
LIQU	-.0198715	.0012413	-16.01	0.000	-.0223061	-.0174369
GROW	.0112517	.0091031	1.24	0.217	-.0066025	.0291059
AGE	-.0948464	.0131255	-7.23	0.000	-.1205898	-.0691029
NDTS	.0383345	.1581083	0.24	0.808	-.2717685	.3484375
PROF	-.492831	.0353847	-13.93	0.000	-.5622321	-.4234299
CAP	-.0078443	.0080708	-0.97	0.331	-.0236737	.0079852
INF	-.051898	.0832532	-0.62	0.533	-.2151852	.1113893
SIZE	.057555	.0049214	1.69	0.000	.0479024	.0672075
_cons	.1158306	.0347497	3.33	0.001	.0476749	.1839864

**Fixed effects or within estimator**      **2- نتائج نموذج الانثار الثابتة**

```
. xi:regress $ylist $xlist i.contries
i.contries      _Icontries_1-194      (_Icontries_1 for con~s==A SAFFA FOODS omitted)
```

Source	SS	df	MS			
Model	42.0322101	204	.206040245	Number of obs =	1746	
Residual	8.30122834	1541	.00538691	F(204, 1541) =	38.25	
Total	50.3334384	1745	.028844377	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.8351	
				Adj R-squared =	0.8132	
				Root MSE =	.0734	

TD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
M2	.1009824	.02925	3.45	0.001	.0436085	.1583563
GDP	.150697	.0681316	2.21	0.027	.0170564	.2843375
TANG	.0000744	.000118	0.63	0.528	-.0001571	.000306
LIQU	-.0088317	.000882	-10.01	0.000	-.0105617	-.0071017
GROW	-.0154503	.0053581	-2.88	0.004	-.0259603	-.0049403
AGE	-.1897497	.0356975	-5.32	0.000	-.2597705	-.119729
NDTS	-.592723	.1554947	-3.81	0.000	-.8977266	-.2877193
PROF	-.295203	.0277895	-10.62	0.000	-.3497123	-.2406937
CAP	-.021071	.006543	-3.22	0.001	-.0339051	-.0082369
INF	.0279927	.0615004	0.46	0.649	-.0926406	.148626
SIZE	.2158106	.0181959	11.86	0.000	.1801193	.2515019
_Icontries_2	-.5849292	.0429003	-13.63	0.000	-.6690783	-.5007802
_Icontries_3	-.2003169	.040212	-4.98	0.000	-.279193	-.1214409
_Icontries_4	-.0117221	.0396303	-0.30	0.767	-.0894572	.0660129
_Icontries_5	.0873166	.041419	2.11	0.035	.006073	.1685602
_Icontries_6	-.3090705	.0421837	-7.33	0.000	-.3918141	-.226327
_Icontries_7	.1983875	.059954	3.31	0.001	.0807874	.3159876
_Icontries_8	.0562662	.0430111	1.31	0.191	-.0281003	.1406327
_Icontries_9	-.2839763	.0351394	-8.08	0.000	-.3529023	-.2150502
_Icontries_10	-.0810548	.0376865	-2.15	0.032	-.1549771	-.0071325
_Icontries_11	-.0142689	.0362867	-0.39	0.694	-.0854453	.0569076
_Icontries_12	-.0847673	.0352085	-2.41	0.016	-.1538289	-.0157057
_Icontries_13	-.0771068	.0354482	-2.18	0.030	-.1466386	-.007575
_Icontries_14	-.2614804	.0374708	-6.98	0.000	-.3349796	-.1879812



_Icontries_15		-.0508974	.0403941	-1.26	0.208	-.1301307	.0283358
_Icontries_16		-.3147529	.0375984	-8.37	0.000	-.3885023	-.2410036
_Icontries_17		-.05464	.0448946	-1.22	0.224	-.1427009	-.0334209
_Icontries_18		-.2636983	.0388437	-6.79	0.000	-.3398904	-.1875062
_Icontries_19		-.2359933	.0377118	-6.26	0.000	-.3099651	-.1620214
_Icontries_20		-.1161794	.0459469	-2.53	0.012	-.2063044	-.0260544
_Icontries_21		-.258296	.0455491	-5.67	0.000	-.3476407	-.1689513
_Icontries_22		.1604104	.0437362	3.67	0.000	.0746217	.2461991
_Icontries_23		-.2460909	.044895	-5.48	0.000	-.3341526	-.1580291
_Icontries_24		-.1260003	.041393	-3.04	0.002	-.207193	-.0448076
_Icontries_25		-.3168052	.0433015	-7.32	0.000	-.4017413	-.2318691
_Icontries_26		.1728873	.0387534	4.46	0.000	.0968723	.2489022
_Icontries_27		.0851112	.0442124	1.93	0.054	-.0016117	.1718342
_Icontries_28		.1185437	.0452445	2.62	0.009	.0297964	.2072909
_Icontries_29		-.3005487	.0382698	-7.85	0.000	-.3756152	-.2254823
_Icontries_30		-.3004459	.043278	-6.94	0.000	-.385336	-.2155558
_Icontries_31		-.39014	.0466356	-8.37	0.000	-.481616	-.2986641
_Icontries_32		-.055767	.0375176	-1.49	0.137	-.1293579	.017824
_Icontries_33		-.0469573	.0388513	-1.21	0.227	-.1231642	.0292497
_Icontries_34		.0785685	.0386668	2.03	0.042	.0027234	.1544135
_Icontries_35		-.1130732	.0354167	-3.19	0.001	-.1825432	-.0436032
_Icontries_36		-.2136857	.0374181	-5.71	0.000	-.2870815	-.1402899
_Icontries_37		-.0857325	.0429593	-2.00	0.046	-.1699974	-.0014675
_Icontries_38		-.0659749	.0405212	-1.63	0.104	-.1454574	.0135076
_Icontries_39		.2215035	.0497355	4.45	0.000	.1239472	.3190599
_Icontries_40		-.1860176	.0438236	-4.24	0.000	-.2719779	-.1000573
_Icontries_41		-.3430662	.0446379	-7.69	0.000	-.4306238	-.2555087
_Icontries_42		.2919673	.0394361	7.40	0.000	.2146131	.3693215
_Icontries_43		.2392195	.0425159	5.63	0.000	.1558244	.3226147
_Icontries_44		-.0874957	.0424968	-2.06	0.040	-.1708533	-.004138
_Icontries_45		-.1319159	.0414398	-3.18	0.001	-.2132003	-.0506315
_Icontries_46		-.1157021	.0378474	-3.06	0.002	-.1899399	-.0414642
_Icontries_47		-.1454345	.0432685	-3.36	0.001	-.2303059	-.0605631
_Icontries_48		-.3187082	.0399112	-7.99	0.000	-.3969941	-.2404222
_Icontries_49		-.0046123	.0439612	-0.10	0.916	-.0908425	.0816178
_Icontries_50		-.1403842	.0379503	-3.70	0.000	-.2148239	-.0659444
_Icontries_51		-.2262857	.0423056	-5.35	0.000	-.3092683	-.1433031
_Icontries_52		-.4160025	.0401598	-10.36	0.000	-.4947762	-.3372289
_Icontries_53		-.3624513	.0497284	-7.29	0.000	-.4599937	-.2649089
_Icontries_54		-.3942645	.0397516	-9.92	0.000	-.4722375	-.3162914
_Icontries_55		-.1586931	.0450866	-3.52	0.000	-.2471307	-.0702554
_Icontries_56		.0225248	.0478047	0.47	0.638	-.0712444	.116294
_Icontries_57		.0196672	.0436094	0.45	0.652	-.0658729	.1052073
_Icontries_58		-.17159	.044229	-3.88	0.000	-.2583455	-.0848345
_Icontries_59		-.0959471	.0359352	-2.67	0.008	-.1664341	-.0254601
_Icontries_60		-.2081968	.0447938	-4.65	0.000	-.29606	-.1203336
_Icontries_61		-.0954578	.0468722	-2.04	0.042	-.1873979	-.0035177
_Icontries_62		-.1435934	.0488997	-2.94	0.003	-.2395104	-.0476764
_Icontries_63		.1970334	.0407115	4.84	0.000	.1171777	.2768891
_Icontries_64		.2323409	.0390785	5.95	0.000	.1556883	.3089935
_Icontries_65		-.1466817	.0354693	-4.14	0.000	-.2162549	-.0771084
_Icontries_66		-.1657813	.0372671	-4.45	0.000	-.2388808	-.0926817
_Icontries_67		.0580763	.0404929	1.43	0.152	-.0213508	.1375034
_Icontries_68		-.2145947	.0418454	-5.13	0.000	-.2966747	-.1325148
_Icontries_69		-.2299247	.0394235	-5.83	0.000	-.3072541	-.1525954
_Icontries_70		.0375835	.0526013	0.71	0.475	-.0655943	.1407612
_Icontries_71		-.0752863	.0403191	-1.87	0.062	-.1543723	.0037997
_Icontries_72		-.3861956	.0395237	-9.77	0.000	-.4637216	-.3086696
_Icontries_73		-.2703443	.0420895	-6.42	0.000	-.3529031	-.1877856
_Icontries_74		-.0749572	.0400568	-1.87	0.061	-.1535287	.0036143
_Icontries_75		.081546	.0368098	2.22	0.027	.0093434	.1537486
_Icontries_76		-.2954706	.0399231	-7.40	0.000	-.3737798	-.2171613
_Icontries_77		-.1446166	.0394002	-3.67	0.000	-.2219003	-.0673329
_Icontries_78		-.1396459	.0404291	-3.45	0.001	-.2189477	-.0603441
_Icontries_79		-.1664302	.0386437	-4.31	0.000	-.24223	-.0906304
_Icontries_80		-.2094245	.0460081	-4.55	0.000	-.2996696	-.1191794
_Icontries_81		.0562211	.0472213	1.19	0.234	-.0364036	.1488459
_Icontries_82		-.6650947	.0515852	-12.89	0.000	-.7662793	-.5639101
_Icontries_83		-.1107349	.0372961	-2.97	0.003	-.1838914	-.0375785
_Icontries_84		.0060026	.0453622	0.13	0.895	-.0829755	.0949807
_Icontries_85		-.3138906	.0451651	-6.95	0.000	-.4024821	-.2252991
_Icontries_86		.2012134	.0464836	4.33	0.000	.1100355	.2923912
_Icontries_87		-.0366804	.0472294	-0.78	0.437	-.129321	.0559603
_Icontries_88		-.1530233	.0405985	-3.77	0.000	-.2326575	-.0733892
_Icontries_89		.1944033	.0443339	4.38	0.000	.1074421	.2813645
_Icontries_90		-.3416202	.0469802	-7.27	0.000	-.4337721	-.2494683
_Icontries_91		.1125935	.0473775	2.38	0.018	.0196622	.2055247

_Icontries_92	-.0480884	.0367711	-1.31	0.191	-.1202151	.0240383
_Icontries_93	.2693863	.0512147	5.26	0.000	.1689285	.3698441
_Icontries_94	-.1546406	.0425358	-3.64	0.000	-.2380747	-.0712065
_Icontries_95	-.2205584	.0453055	-4.87	0.000	-.3094253	-.1316915
_Icontries_96	.0651136	.0462814	1.41	0.160	-.0256675	.1558948
_Icontries_97	-.0498749	.0434502	-1.15	0.251	-.1351026	.0353527
_Icontries_98	-.197583	.0433844	-4.55	0.000	-.2826817	-.1124842
_Icontries_99	-.1446462	.0392967	-3.68	0.000	-.2217268	-.0675655
_Icontries_100	.0260386	.0432273	0.60	0.547	-.0587519	.110829
_Icontries_101	.1002586	.0461995	2.17	0.030	.009638	.1908792
_Icontries_102	-.3055813	.0452777	-6.75	0.000	-.3943938	-.2167689
_Icontries_103	.0084014	.0350521	0.24	0.811	-.0603534	.0771561
_Icontries_104	.0077344	.0404148	0.19	0.848	-.0715395	.0870082
_Icontries_105	-.1459745	.0364494	-4.00	0.000	-.2174701	-.0744788
_Icontries_106	-.2504914	.0379437	-6.60	0.000	-.3249182	-.1760647
_Icontries_107	-.2437889	.0382951	-6.37	0.000	-.3189049	-.1686729
_Icontries_108	-.2424139	.0424185	-5.71	0.000	-.325618	-.1592098
_Icontries_109	.1455323	.0383197	3.80	0.000	.0703681	.2206965
_Icontries_110	-.1951238	.0424052	-4.60	0.000	-.2783019	-.1119458
_Icontries_111	-.091982	.0378731	-2.43	0.015	-.1662703	-.0176938
_Icontries_112	-.427556	.0371457	-11.51	0.000	-.5004174	-.3546946
_Icontries_113	-.3316961	.0360761	-9.19	0.000	-.4024596	-.2609327
_Icontries_114	.0602458	.0439305	1.37	0.170	-.0259241	.1464156
_Icontries_115	-.2799529	.0405892	-6.90	0.000	-.3595688	-.2003371
_Icontries_116	.1736137	.0412701	4.21	0.000	.0926622	.2545651
_Icontries_117	-.1944937	.0386138	-5.04	0.000	-.2702348	-.1187526
_Icontries_118	-.2115511	.0390724	-5.41	0.000	-.2881918	-.1349103
_Icontries_119	-.088422	.0406464	-2.18	0.030	-.16815	-.0086939
_Icontries_120	-.0055588	.0391339	-0.14	0.887	-.0823201	.0712025
_Icontries_121	-.0227601	.0387477	-0.59	0.557	-.0987639	.0532438
_Icontries_122	-.2947296	.0438583	-6.72	0.000	-.3807579	-.2087012
_Icontries_123	-.3976511	.0421925	-9.42	0.000	-.4804119	-.3148902
_Icontries_124	-.1011622	.0410227	-2.47	0.014	-.1816284	-.020696
_Icontries_125	-.3323305	.0368422	-9.02	0.000	-.4045966	-.2600643
_Icontries_126	-.1881579	.0390139	-4.82	0.000	-.2646838	-.1116321
_Icontries_127	-.2261177	.0471355	-4.80	0.000	-.3185743	-.1336611
_Icontries_128	-.1956293	.0367991	-5.32	0.000	-.2678109	-.1234478
_Icontries_129	-.3675793	.0365011	-10.07	0.000	-.4391764	-.2959823
_Icontries_130	.3275599	.0472717	6.93	0.000	.2348362	.4202836
_Icontries_131	-.124636	.0445063	-2.80	0.005	-.2119353	-.0373367
_Icontries_132	-.1653773	.0436075	-3.79	0.000	-.2509136	-.079841
_Icontries_133	-.232168	.0397644	-5.84	0.000	-.310166	-.1541699
_Icontries_134	.0818462	.0390777	2.09	0.036	.0051952	.1584972
_Icontries_135	-.0516616	.0383213	-1.35	0.178	-.1268289	.0235058
_Icontries_136	-.3833748	.0397272	-9.65	0.000	-.4612998	-.3054497
_Icontries_137	-.1423388	.0353723	-4.02	0.000	-.2117216	-.0729559
_Icontries_138	-.0510428	.0416608	-1.23	0.221	-.1327605	.030675
_Icontries_139	-.1144553	.0358558	-3.19	0.001	-.1847865	-.044124
_Icontries_140	-.180837	.0396685	-4.56	0.000	-.2586469	-.1030271
_Icontries_141	-.2279019	.0377125	-6.04	0.000	-.3018751	-.1539287
_Icontries_142	-.0438738	.0379141	-1.16	0.247	-.1182426	.0304949
_Icontries_143	-.1606812	.0390886	-4.11	0.000	-.2373536	-.0840088
_Icontries_144	-.1984752	.0414679	-4.79	0.000	-.2798147	-.1171358
_Icontries_145	-.2053818	.0440173	-4.67	0.000	-.2917219	-.1190418
_Icontries_146	-.0214543	.0463332	-0.46	0.643	-.1123372	.0694285
_Icontries_147	-.1357933	.0458501	-2.96	0.003	-.2257284	-.0458581
_Icontries_148	-.3443885	.041249	-8.35	0.000	-.4252986	-.2634783
_Icontries_149	-.1853212	.0459371	-4.03	0.000	-.2754272	-.0952153
_Icontries_150	-.5119599	.0373524	-13.71	0.000	-.5852268	-.4386931
_Icontries_151	-.345765	.0436237	-7.93	0.000	-.4313331	-.2601969
_Icontries_152	-.33207	.0423295	-7.84	0.000	-.4150996	-.2490404
_Icontries_153	-.3346339	.0390078	-8.58	0.000	-.4111479	-.25812
_Icontries_154	-.2213212	.0391254	-5.66	0.000	-.2980657	-.1445766
_Icontries_155	-.4427543	.0435496	-10.17	0.000	-.5281771	-.3573314
_Icontries_156	-.2753306	.0377769	-7.29	0.000	-.3494302	-.2012311
_Icontries_157	.0148975	.038513	0.39	0.699	-.0606459	.0904409
_Icontries_158	.0396181	.040294	0.98	0.326	-.0394188	.118655
_Icontries_159	-.2563534	.0452288	-5.67	0.000	-.3450698	-.1676369
_Icontries_160	-.4017523	.0419395	-9.58	0.000	-.4840169	-.3194877
_Icontries_161	-.20373	.0400801	-5.08	0.000	-.2823472	-.1251127
_Icontries_162	-.2179937	.0466633	-4.67	0.000	-.309524	-.1264634
_Icontries_163	-.25609	.0375592	-6.82	0.000	-.3297624	-.1824175
_Icontries_164	-.3007369	.0451494	-6.66	0.000	-.3892976	-.2121761
_Icontries_165	.0269197	.0377368	0.71	0.476	-.0471011	.1009406
_Icontries_166	-.5340031	.0404008	-13.22	0.000	-.6132494	-.4547568
_Icontries_167	-.35093	.0398941	-8.80	0.000	-.4291825	-.2726775
_Icontries_168	-.3892597	.0473252	-8.23	0.000	-.4820884	-.2964311

_Icontries_169		-.3271884	.0402055	-8.14	0.000	-.4060518	-.248325
_Icontries_170		-.1833196	.040805	-4.49	0.000	-.2633588	-.1032804
_Icontries_171		-.4465646	.0385705	-11.58	0.000	-.5222208	-.3709083
_Icontries_172		.0394799	.0399212	0.99	0.323	-.0388257	.1177855
_Icontries_173		-.1198772	.0396354	-3.02	0.003	-.1976222	-.0421323
_Icontries_174		-.2248066	.0464826	-4.84	0.000	-.3159824	-.1336309
_Icontries_175		-.0237619	.0403587	-0.59	0.556	-.1029257	.055402
_Icontries_176		-.1107298	.0458592	-2.41	0.016	-.2006828	-.0207768
_Icontries_177		-.1085748	.0394957	-2.75	0.006	-.1860458	-.0311038
_Icontries_178		-.3997197	.0415623	-9.62	0.000	-.4812444	-.3181949
_Icontries_179		-.0668846	.0378456	-1.77	0.078	-.1410802	.0073882
_Icontries_180		-.168506	.0398216	-4.23	0.000	-.2466162	-.0903958
_Icontries_181		-.5051598	.0425023	-11.89	0.000	-.5885283	-.4217913
_Icontries_182		-.4165583	.0370439	-11.24	0.000	-.48922	-.3438965
_Icontries_183		-.0192923	.038855	-0.50	0.620	-.0955065	.0569219
_Icontries_184		-.1105216	.0355387	-3.11	0.002	-.1802309	-.0408124
_Icontries_185		-.1209813	.0397288	-3.05	0.002	-.1989096	-.0430531
_Icontries_186		-.2524741	.0477976	-5.28	0.000	-.3462293	-.1587188
_Icontries_187		-.0569196	.0417619	-1.36	0.173	-.1388358	.0249966
_Icontries_188		-.1308657	.0367642	-3.56	0.000	-.2029788	-.0587525
_Icontries_189		-.0668855	.0421531	-1.59	0.113	-.149569	.015798
_Icontries_190		-.2721893	.0428759	-6.35	0.000	-.3562905	-.1880881
_Icontries_191		-.230835	.0379884	-6.08	0.000	-.3053495	-.1563205
_Icontries_192		-.3698304	.0444735	-8.32	0.000	-.4570655	-.2825953
_Icontries_193		-.350982	.0418856	-8.38	0.000	-.4331407	-.2688232
_Icontries_194		-.403707	.0523956	-7.70	0.000	-.5064811	-.3009328
_cons		-.4260689	.0903677	-4.71	0.000	-.6033256	-.2488122

### 3- نتائج نموذج الآثار العشوائية Random effects estimator

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	1746
Group variable: ID	Number of groups	=	194
R-sq: within = 0.2113	Obs per group: min	=	9
between = 0.2135	avg	=	9.0
overall = 0.2110	max	=	9
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(11)	=	460.02
theta = .79654948	Prob > chi2	=	0.0000

	TD	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
M2		.0962737	.0296333	3.25	0.001	.0381935 .1543538
GDP		.1525875	.0694983	2.20	0.028	.0163733 .2888016
TANG		.0000526	.0001208	0.44	0.663	-.0001842 .0002893
LIQU		-.0095134	.000883	-10.77	0.000	-.011244 - .0077828
GROW		-.0029859	.0052498	-0.57	0.570	-.0132753 .0073034
AGE		-.104979	.0244915	-4.29	0.000	-.1529816 -.0569765
NDTS		-.6293592	.1494259	-4.21	0.000	-.9222287 -.3364898
PROF		-.3339069	.0274197	-12.18	0.000	-.3876486 -.2801651
CAP		-.0168286	.0062708	-2.68	0.007	-.0291191 -.0045382
INF		.0039626	.0599736	0.07	0.947	-.1135834 .1215087
SIZE		.1009458	.0101511	9.94	0.000	.0810501 .1208415
_cons		-.1070275	.0610198	-1.75	0.079	-.2266241 .0125691
sigma_u		.11773628				
sigma_e		.07339557				
rho		.72014221	(fraction of variance due to u_i)			

**4- نتائج نموذج اختبار مضاعف لانجرج Breusch-Pagan LM test**

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$TD[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
TD	.0288444	.1698363
e	.0053869	.0733956
u	.0138618	.1177363

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 3190.03  
 Prob > chibar2 = 0.0000

**5- نتائج اختبار هوسمان Hausman test**

. hausman fixed random

	---- Coefficients ----		(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	(b)	(B)	Difference	S.E.
	fixed	random		
M2	.1009824	.0962737	.0047088	.
GDP	.150697	.1525875	-.0018905	.
TANG	.0000744	.0000526	.0000219	.
LIQU	-.0088317	-.0095134	.0006817	.
GROW	-.0154503	-.0029859	-.0124644	.0010721
AGE	-.1897497	-.104979	-.0847707	.0259706
NDTS	-.592723	-.6293592	.0366363	.0430175
PROF	-.295203	-.3339069	.0387038	.0045184
CAP	-.021071	-.0168286	-.0042424	.0018677
INF	.0279927	.0039626	.0240301	.0136186
SIZE	.2158106	.1009458	.1148648	.0151012

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(11) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = -101.62      chi2<0 ==> model fitted on these  
 data fails to meet the asymptotic  
 assumptions of the Hausman test;  
 see suest for a generalized test

**6- نتائج اختبار وولد المعدل لاختبار ثبات التباين Testing for heteroskedasticity**Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (194) = 2.0e+05  
 Prob>chi2 = 0.0000

**7- نتائج اختبار وولدريدج للاتباط الذاتي test for autocorrelation**

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation  
 F( 1, 193) = 93.468  
 Prob > F = 0.0000

## 8- نتائج نموذج Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:   ID                      Number of obs   =   1746
Time variable:   year                    Number of groups =   194
Panels:          correlated (balanced)    Obs per group: min =   9
Autocorrelation: common AR(1)           avg =   9
                                                    max =   9

Estimated covariances =   18915          R-squared       =   0.7512
Estimated autocorrelations =   1          Wald chi2(19)   =   1118.92
Estimated coefficients =   205           Prob > chi2     =   0.0000

```

TD	Panel-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
M2	.0849882	.0332177	2.56	0.011	.0198827	.1500937
GDP	.0683625	.0827039	0.83	0.408	-.0937341	.2304592
TANG	.0000318	.0000754	0.42	0.673	-.000116	.0001796
LIQU	-.0072298	.0009883	-7.32	0.000	-.0091667	-.0052928
GROW	-.0116243	.0065455	-1.78	0.076	-.0244533	.0012047
AGE	-.1665584	.0448526	-3.71	0.000	-.2544678	-.078649
NDTS	-.55173	.184593	-2.99	0.003	-.9135257	-.1899344
PROF	-.2595959	.0355436	-7.30	0.000	-.3292601	-.1899317
CAP	-.0150361	.0068834	-2.18	0.029	-.0285273	-.0015448
INF	.0371575	.0496606	0.75	0.454	-.0601755	.1344906
SIZE	.2110301	.0308785	6.83	0.000	.1505094	.2715508
_Icountries_2	-.576501	.074506	-7.74	0.000	-.7225301	-.430472
_Icountries_3	-.2131799	.1353033	-1.58	0.115	-.4783695	.0520098
_Icountries_4	-.0227021	.0844276	-0.27	0.788	-.1881771	.1427729
_Icountries_5	.0659483	.0794634	0.83	0.407	-.089797	.2216937
_Icountries_6	-.3093106	.08933	-3.46	0.001	-.4843942	-.134227
_Icountries_7	.1652564	.1102727	1.50	0.134	-.0508741	.381387
_Icountries_8	.0300527	.09019	0.33	0.739	-.1467164	.2068217
_Icountries_9	-.2983737	.0590879	-5.05	0.000	-.4141839	-.1825635
_Icountries_10	-.1073396	.0787111	-1.36	0.173	-.2616106	.0469314
_Icountries_11	-.0312927	.0700068	-0.45	0.655	-.1685035	.1059181
_Icountries_12	-.087672	.0785975	-1.12	0.265	-.2417203	.0663763
_Icountries_13	-.0901384	.0764627	-1.18	0.238	-.2400025	.0597258
_Icountries_14	-.2645137	.0808084	-3.27	0.001	-.4228951	-.1061322
_Icountries_15	-.0677307	.0597236	-1.13	0.257	-.1847869	.0493255
_Icountries_16	-.3378919	.0813569	-4.15	0.000	-.4973485	-.1784353
_Icountries_17	-.0764265	.0988952	-0.77	0.440	-.2702575	.1174046
_Icountries_18	-.2922659	.0730532	-4.00	0.000	-.4354476	-.1490842
_Icountries_19	-.2607216	.0775071	-3.36	0.001	-.4126328	-.1088104
_Icountries_20	-.1409414	.1045623	-1.35	0.178	-.3458799	.063997
_Icountries_21	-.2660943	.0805669	-3.30	0.001	-.4240026	-.108186
_Icountries_22	.1451429	.0689818	2.10	0.035	.0099411	.2803446
_Icountries_23	-.2781478	.0859995	-3.23	0.001	-.4467037	-.1095919
_Icountries_24	-.1526225	.0821484	-1.86	0.063	-.3136304	.0083855
_Icountries_25	-.3375796	.0899039	-3.75	0.000	-.5137881	-.1613711
_Icountries_26	.1611744	.1083014	1.49	0.137	-.0510925	.3734413
_Icountries_27	.0685739	.0894848	0.77	0.443	-.1068132	.243961
_Icountries_28	.0947213	.1255615	0.75	0.451	-.1513747	.3408173
_Icountries_29	-.3149199	.0823922	-3.82	0.000	-.4764057	-.1534341
_Icountries_30	-.3178068	.0892584	-3.56	0.000	-.49275	-.1428636
_Icountries_31	-.4166072	.06749	-6.17	0.000	-.5488852	-.2843293
_Icountries_32	-.0625544	.069064	-0.91	0.365	-.1979174	.0728085
_Icountries_33	-.0701386	.0980413	-0.72	0.474	-.262296	.1220188
_Icountries_34	.0720334	.074258	0.97	0.332	-.0735096	.2175764
_Icountries_35	-.1219287	.1223602	-1.00	0.319	-.3617502	.1178928
_Icountries_36	-.2271141	.1142411	-1.99	0.047	-.4510226	-.0032056
_Icountries_37	-.1149385	.1009518	-1.14	0.255	-.3128005	.0829234
_Icountries_38	-.0872309	.0812486	-1.07	0.283	-.2464753	.0720135
_Icountries_39	.1917178	.0978364	1.96	0.050	-.0000379	.3834736
_Icountries_40	-.212282	.0903199	-2.35	0.019	-.3893057	-.0352583
_Icountries_41	-.3723415	.0819115	-4.55	0.000	-.5328851	-.2117979
_Icountries_42	.2710038	.1054232	2.57	0.010	.0643781	.4776294
_Icountries_43	.2091508	.0781246	2.68	0.007	.0560293	.3622723
_Icountries_44	-.1030971	.0867285	-1.19	0.235	-.2730817	.0668876

_Icontries_45		-.1592007	.1081402	-1.47	0.141	-.3711516	.0527502
_Icontries_46		-.1415001	.0811641	-1.74	0.081	-.3005788	.0175786
_Icontries_47		-.1816442	.0870318	-2.09	0.037	-.3522234	-.0110651
_Icontries_48		-.3312728	.0944671	-3.51	0.000	-.5164248	-.1461207
_Icontries_49		-.0316402	.097659	-0.32	0.746	-.2230482	.1597678
_Icontries_50		-.1479334	.0833751	-1.77	0.076	-.3113457	.0154788
_Icontries_51		-.2449617	.0717426	-3.41	0.001	-.3855745	-.1043489
_Icontries_52		-.437874	.0725642	-6.03	0.000	-.5800971	-.2956508
_Icontries_53		-.3927779	.0875031	-4.49	0.000	-.5642809	-.2212748
_Icontries_54		-.4150512	.077581	-5.35	0.000	-.5671073	-.2629952
_Icontries_55		-.1672714	.0694516	-2.41	0.016	-.3033942	-.0311487
_Icontries_56		-.0058008	.0821054	-0.07	0.944	-.1667243	.1551228
_Icontries_57		-.011533	.0963021	-0.12	0.905	-.2002815	.1772156
_Icontries_58		-.1766272	.0856315	-2.06	0.039	-.3444619	-.0087926
_Icontries_59		-.1074506	.0580547	-1.85	0.064	-.2212358	.0063346
_Icontries_60		-.207331	.0952321	-2.18	0.029	-.3939824	-.0206795
_Icontries_61		-.1203119	.1069923	-1.12	0.261	-.330013	.0893892
_Icontries_62		-.1685515	.0797832	-2.11	0.035	-.3249237	-.0121793
_Icontries_63		-.1853802	.0717722	2.58	0.010	.0447093	.3260511
_Icontries_64		.2163988	.1046867	2.07	0.039	.0112166	.4215811
_Icontries_65		-.1579444	.0871724	-1.81	0.070	-.3287992	.0129104
_Icontries_66		-.1888839	.0790358	-2.39	0.017	-.3437913	-.0339765
_Icontries_67		.0271991	.1253216	0.22	0.828	-.2184268	.2728249
_Icontries_68		-.228701	.0973839	-2.35	0.019	-.4195699	-.0378321
_Icontries_69		-.2307664	.0946904	-2.44	0.015	-.4163561	-.0451768
_Icontries_70		.0035688	.0958206	0.04	0.970	-.1842361	.1913736
_Icontries_71		-.1009411	.0519209	-1.94	0.052	-.2027042	.0008221
_Icontries_72		-.4056831	.0737195	-5.50	0.000	-.5501707	-.2611954
_Icontries_73		-.2961412	.1079732	-2.74	0.006	-.5077647	-.0845176
_Icontries_74		-.0885773	.0671271	-1.32	0.187	-.220144	.0429893
_Icontries_75		.0766394	.038395	2.00	0.046	.0013867	.1518922
_Icontries_76		-.3134034	.0894591	-3.50	0.000	-.4887401	-.1380667
_Icontries_77		-.1689059	.0771689	-2.19	0.029	-.3201541	-.0176577
_Icontries_78		-.1642875	.0836765	-1.96	0.050	-.3282905	-.0002845
_Icontries_79		-.1891454	.0669463	-2.83	0.005	-.3203578	-.057933
_Icontries_80		-.2292299	.0757482	-3.03	0.002	-.3776937	-.0807661
_Icontries_81		.0249866	.084293	0.30	0.767	-.1402247	.1901979
_Icontries_82		-.6681536	.0939388	-7.11	0.000	-.8522703	-.4840368
_Icontries_83		-.1109878	.0991921	-1.12	0.263	-.3054007	.0834251
_Icontries_84		-.0137012	.1057366	-0.13	0.897	-.2209411	.1935387
_Icontries_85		-.336055	.0960001	-3.50	0.000	-.5242117	-.1478984
_Icontries_86		.1716177	.1026715	1.67	0.095	-.0296147	.3728502
_Icontries_87		-.0641924	.0779138	-0.82	0.410	-.2169006	.0885158
_Icontries_88		-.1777359	.0908913	-1.96	0.051	-.3558796	.0004078
_Icontries_89		.1733474	.0883621	1.96	0.050	.0001608	.346534
_Icontries_90		-.3639891	.0708578	-5.14	0.000	-.5028677	-.2251104
_Icontries_91		.0861311	.0996631	0.86	0.387	-.109205	.2814673
_Icontries_92		-.0757868	.1033217	-0.73	0.463	-.2782937	.1267201
_Icontries_93		.2341139	.0676612	3.46	0.001	.1015003	.3667275
_Icontries_94		-.1769219	.0754372	-2.35	0.019	-.324776	-.0290677
_Icontries_95		-.2569511	.0901845	-2.85	0.004	-.4337094	-.0801927
_Icontries_96		.039749	.094543	0.42	0.674	-.1455519	.2250499
_Icontries_97		-.0831778	.0793272	-1.05	0.294	-.2386562	.0723006
_Icontries_98		-.226679	.1070565	-2.12	0.034	-.436506	-.0168521
_Icontries_99		-.177967	.0764471	-2.33	0.020	-.3278006	-.0281334
_Icontries_100		.0070541	.085122	0.08	0.934	-.159782	.1738901
_Icontries_101		.0664426	.0936666	0.71	0.478	-.1171406	.2500259
_Icontries_102		-.3285342	.0740569	-4.44	0.000	-.4736831	-.1833854
_Icontries_103		.0043803	.0965241	0.05	0.964	-.1848035	.193564
_Icontries_104		-.0137826	.0993418	-0.14	0.890	-.208489	.1809237
_Icontries_105		-.1560166	.0709658	-2.20	0.028	-.2951071	-.0169261
_Icontries_106		-.2528195	.1017106	-2.49	0.013	-.4521687	-.0534704
_Icontries_107		-.2586156	.0855704	-3.02	0.003	-.4263306	-.0909007
_Icontries_108		-.2655893	.0800614	-3.32	0.001	-.4225067	-.1086719
_Icontries_109		.1293725	.0961184	1.35	0.178	-.059016	.3177611
_Icontries_110		-.2193923	.0651312	-3.37	0.001	-.3470472	-.0917375
_Icontries_111		-.1119746	.0745726	-1.50	0.133	-.2581343	.0341851
_Icontries_112		-.4341536	.067772	-6.41	0.000	-.5669843	-.3013228
_Icontries_113		-.3347508	.111661	-3.00	0.003	-.5536023	-.1158993
_Icontries_114		.0389625	.0603222	0.65	0.518	-.0792668	.1571919
_Icontries_115		-.3047488	.0817493	-3.73	0.000	-.4649744	-.1445232
_Icontries_116		.155172	.0650616	2.38	0.017	.0276535	.2826905
_Icontries_117		-.1917844	.090657	-2.12	0.034	-.3694689	-.0140998
_Icontries_118		-.2319277	.068261	-3.40	0.001	-.3657169	-.0981386
_Icontries_119		-.1078021	.1036976	-1.04	0.299	-.3110457	.0954414
_Icontries_120		-.0218175	.079847	-0.27	0.785	-.1783148	.1346797
_Icontries_121		-.0451326	.1371374	-0.33	0.742	-.313917	.2236519

_Icontries_122		-.3158133	.0844594	-3.74	0.000	-.4813507	-.150276
_Icontries_123		-.4162342	.1094459	-3.80	0.000	-.6307441	-.2017243
_Icontries_124		-.1391588	.0951201	-1.46	0.143	-.3255909	.0472732
_Icontries_125		-.3436026	.0829218	-4.14	0.000	-.5061262	-.1810789
_Icontries_126		-.2066511	.0579769	-3.56	0.000	-.3202838	-.0930184
_Icontries_127		-.2334328	.1141925	-2.04	0.041	-.457246	-.0096196
_Icontries_128		-.2099924	.0742371	-2.83	0.005	-.3554945	-.0644904
_Icontries_129		-.3824465	.0768154	-4.98	0.000	-.5330019	-.231891
_Icontries_130		.2839106	.0988919	2.87	0.004	.0900859	.4777352
_Icontries_131		-.1529523	.0670548	-2.28	0.023	-.2843772	-.0215274
_Icontries_132		-.1964373	.0869933	-2.26	0.024	-.366941	-.0259336
_Icontries_133		-.2394922	.0788646	-3.04	0.002	-.394064	-.0849204
_Icontries_134		.0633968	.1151607	0.55	0.582	-.1623141	.2891076
_Icontries_135		-.0671934	.0645716	-1.04	0.298	-.1937515	.0593647
_Icontries_136		-.4004242	.0859434	-4.66	0.000	-.5688702	-.2319782
_Icontries_137		-.1439051	.0896952	-1.60	0.109	-.3197045	.0318943
_Icontries_138		-.0826152	.0825165	-1.00	0.317	-.2443446	.0791142
_Icontries_139		-.1247482	.0722133	-1.73	0.084	-.2662837	.0167874
_Icontries_140		-.2003808	.0973223	-2.06	0.040	-.3911305	-.0096311
_Icontries_141		-.2524437	.0875783	-2.88	0.004	-.4240941	-.0807933
_Icontries_142		-.0518402	.0938531	-0.55	0.581	-.235789	.1321085
_Icontries_143		-.170309	.093067	-1.83	0.067	-.352717	.012099
_Icontries_144		-.2152163	.0889362	-2.42	0.016	-.389528	-.0409046
_Icontries_145		-.2298725	.0914948	-2.51	0.012	-.4091989	-.050546
_Icontries_146		-.0487105	.0980492	-0.50	0.619	-.2408833	.1434623
_Icontries_147		-.1716989	.0862996	-1.99	0.047	-.340843	-.0025549
_Icontries_148		-.3708817	.0718295	-5.16	0.000	-.511665	-.2300985
_Icontries_149		-.1939257	.0874827	-2.22	0.027	-.3653886	-.0224628
_Icontries_150		-.5118487	.0772677	-6.62	0.000	-.6632905	-.3604069
_Icontries_151		-.3660146	.0734091	-4.99	0.000	-.5098937	-.2221354
_Icontries_152		-.3210761	.0833138	-3.85	0.000	-.4843681	-.157784
_Icontries_153		-.3513236	.0950257	-3.70	0.000	-.5375705	-.1650768
_Icontries_154		-.2485023	.0997972	-2.49	0.013	-.4441013	-.0529033
_Icontries_155		-.4468671	.1069002	-4.18	0.000	-.6563875	-.2373466
_Icontries_156		-.2810961	.0636697	-4.41	0.000	-.4058864	-.1563057
_Icontries_157		.0114254	.0889397	0.13	0.898	-.1628932	.1857441
_Icontries_158		.0131177	.0685303	0.19	0.848	-.1211991	.1474345
_Icontries_159		-.2830819	.085129	-3.33	0.001	-.4499316	-.1162321
_Icontries_160		-.4137656	.0864791	-4.78	0.000	-.5832615	-.2442697
_Icontries_161		-.2196155	.1041571	-2.11	0.035	-.4237596	-.0154714
_Icontries_162		-.2332996	.1019895	-2.29	0.022	-.4331954	-.0334039
_Icontries_163		-.2706008	.0806857	-3.35	0.001	-.4287419	-.1124596
_Icontries_164		-.3042042	.1020283	-2.98	0.003	-.5041759	-.1042324
_Icontries_165		.0092966	.0915449	0.10	0.919	-.1701281	.1887212
_Icontries_166		-.5445153	.0898729	-6.06	0.000	-.720663	-.3683675
_Icontries_167		-.3731658	.0757313	-4.93	0.000	-.5215964	-.2247352
_Icontries_168		-.4027826	.1050607	-3.83	0.000	-.6086977	-.1968674
_Icontries_169		-.3413406	.0875165	-3.90	0.000	-.5128698	-.1698113
_Icontries_170		-.2085996	.0668396	-3.12	0.002	-.3396028	-.0775963
_Icontries_171		-.4642841	.074688	-6.22	0.000	-.6106698	-.3178983
_Icontries_172		.0150501	.0955143	0.16	0.875	-.1721546	.2022547
_Icontries_173		-.138686	.0882914	-1.57	0.116	-.311734	.0343621
_Icontries_174		-.2538513	.0676389	-3.75	0.000	-.386421	-.1212815
_Icontries_175		-.0478786	.0694465	-0.69	0.491	-.1839911	.088234
_Icontries_176		-.138792	.0853719	-1.63	0.104	-.3061178	.0285338
_Icontries_177		-.1317082	.0930108	-1.42	0.157	-.314006	.0505895
_Icontries_178		-.4216037	.0936941	-4.50	0.000	-.6052408	-.2379667
_Icontries_179		-.0816123	.0834664	-0.98	0.328	-.2452034	.0819788
_Icontries_180		-.1931189	.0777987	-2.48	0.013	-.3456015	-.0406362
_Icontries_181		-.5041173	.084736	-5.95	0.000	-.6701967	-.3380378
_Icontries_182		-.4227195	.1019695	-4.15	0.000	-.6225759	-.222863
_Icontries_183		-.0344916	.0988066	-0.35	0.727	-.228149	.1591658
_Icontries_184		-.1106943	.0961193	-1.15	0.249	-.2990847	.0776962
_Icontries_185		-.1321858	.0882446	-1.50	0.134	-.3051421	.0407705
_Icontries_186		-.2800945	.0794241	-3.53	0.000	-.4357627	-.1244262
_Icontries_187		-.0832514	.0791477	-1.05	0.293	-.238378	.0718752
_Icontries_188		-.1417388	.0828099	-1.71	0.087	-.3040432	.0205656
_Icontries_189		-.0991413	.0864215	-1.15	0.251	-.2685243	.0702417
_Icontries_190		-.2972564	.0735425	-4.04	0.000	-.4413971	-.1531156
_Icontries_191		-.2536201	.0858019	-2.96	0.003	-.4217887	-.0854515
_Icontries_192		-.3969621	.0725874	-5.47	0.000	-.5392307	-.2546934
_Icontries_193		-.3790934	.0894543	-4.24	0.000	-.5544207	-.2037661
_Icontries_194		-.4064479	.0982794	-4.14	0.000	-.599072	-.2138239
_cons		-.4238124	.1568532	-2.70	0.007	-.731239	-.1163858
rho		.3579414					

الملحق رقم (3): نتائج التحليل القياسي لأثر الهيكل التمويلي على الربحية

**Pooled OLS estimator**      **-1 نتائج نموذج الانحدار التجميعي**

Source	SS	df	MS			
Model	7.52053109	3	2.5068437	Number of obs =	1746	
Residual	45.0720549	1742	.02587374	F( 3, 1742) =	96.89	
Total	52.592586	1745	.030139018	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1430	
				Adj R-squared =	0.1415	
				Root MSE =	.16085	

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
GROW	.050525	.0100943	5.01	0.000	.0307268	.0703231
SIZE	.0657805	.0053569	12.28	0.000	.0552738	.0762871
TD	-.309312	.0233835	-13.23	0.000	-.3551748	-.2634493
_cons	-.174887	.0267435	-6.54	0.000	-.2273397	-.1224343

**Fixed effects or within estimator**      **-2 نتائج نموذج الآثار الثابتة**

i.contries      \_Icontries\_1-194      (\_Icontries\_1 for con~s==A SAFFA FOODS omitted)

Source	SS	df	MS			
Model	27.2478417	196	.1390196	Number of obs =	1746	
Residual	25.3447443	1549	.016362004	F(196, 1549) =	8.50	
Total	52.592586	1745	.030139018	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5181	
				Adj R-squared =	0.4571	
				Root MSE =	.12791	

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
GROW	.050638	.0088752	5.71	0.000	.0332294	.0680466
SIZE	-.0597544	.0293976	-2.03	0.042	-.1174177	-.0020911
TD	-.3273926	.0406067	-8.06	0.000	-.4070424	-.2477427
_Icontries_2	-.1538552	.0751066	-2.05	0.041	-.3011766	-.0065337
_Icontries_3	-.2379281	.0626782	-3.80	0.000	-.3608712	-.114985
_Icontries_4	-.047286	.0668257	-0.71	0.479	-.1783643	.0837924
_Icontries_5	-.071943	.0608074	-1.18	0.237	-.1912166	.0473307
_Icontries_6	-.0237039	.0678755	-0.35	0.727	-.1568414	.1094336
_Icontries_7	-.5164154	.0781159	-6.61	0.000	-.6696396	-.3631913
_Icontries_8	-.2426082	.0667808	-3.63	0.000	-.3735985	-.1116179
_Icontries_9	-.1441277	.0619638	-2.33	0.020	-.2656695	-.0225858
_Icontries_10	.0339377	.0610378	0.56	0.578	-.0857878	.1536632
_Icontries_11	-.1400184	.0614554	-2.28	0.023	-.260563	-.0194738
_Icontries_12	-.3337472	.0608898	-5.48	0.000	-.4531824	-.214312
_Icontries_13	-.165828	.0610999	-2.71	0.007	-.2856753	-.0459807
_Icontries_14	-.4793718	.0636084	-7.54	0.000	-.6041395	-.3546041
_Icontries_15	-.3523519	.0643689	-5.47	0.000	-.4786112	-.2260926
_Icontries_16	-.2051445	.0635212	-3.23	0.001	-.3297411	-.0805479
_Icontries_17	-.0415912	.0633673	-0.66	0.512	-.1658859	.0827035
_Icontries_18	.0841574	.0630414	1.33	0.182	-.0394981	.2078129
_Icontries_19	-.1787891	.0620647	-2.88	0.004	-.3005288	-.0570493
_Icontries_20	-.2932264	.0613091	-4.78	0.000	-.413484	-.1729687
_Icontries_21	.0544317	.0774861	0.70	0.482	-.097557	.2064204
_Icontries_22	-.1043265	.0630648	-1.65	0.098	-.2280279	.019375
_Icontries_23	-.0972914	.0694205	-1.40	0.161	-.2334594	.0388765
_Icontries_24	-.0575983	.0616171	-0.93	0.350	-.1784601	.0632634
_Icontries_25	-.2329032	.0658403	-3.54	0.000	-.3620486	-.1037577
_Icontries_26	-.1917951	.0605987	-3.17	0.002	-.3106593	-.0729309
_Icontries_27	-.3630513	.0641386	-5.66	0.000	-.4888589	-.2372436
_Icontries_28	-.4857992	.0631427	-7.69	0.000	-.6096534	-.3619451
_Icontries_29	-.3608017	.0622426	-5.80	0.000	-.4828904	-.2387131
_Icontries_30	-.4553422	.062089	-7.33	0.000	-.5771296	-.3335548
_Icontries_31	-.0367576	.0732589	-0.50	0.616	-.1804546	.1069395
_Icontries_32	-.1700166	.0630972	-2.69	0.007	-.2937814	-.0462517
_Icontries_33	-.2515201	.061915	-4.06	0.000	-.3729661	-.1300741



_Icontries_34		-.0235469	.0603464	-0.39	0.696	-.1419161	.0948223
_Icontries_35		-.3356548	.0606161	-5.54	0.000	-.454553	-.2167566
_Icontries_36		-.3945463	.0625327	-6.31	0.000	-.5172039	-.2718886
_Icontries_37		-.3064857	.0612115	-5.01	0.000	-.4265519	-.1864196
_Icontries_38		-.0649047	.062795	-1.03	0.301	-.1880769	.0582676
_Icontries_39		-.2361256	.0638495	-3.70	0.000	-.3613661	-.1108851
_Icontries_40		-.0081266	.0651136	-0.12	0.901	-.1358467	.1195936
_Icontries_41		-.1367844	.0697683	-1.96	0.050	-.2736347	.000066
_Icontries_42		-.2508124	.0636414	-3.94	0.000	-.3756447	-.12598
_Icontries_43		-.2057979	.064983	-3.17	0.002	-.3332619	-.0783339
_Icontries_44		-.4180893	.0625159	-6.69	0.000	-.540714	-.2954645
_Icontries_45		-.2478669	.061186	-4.05	0.000	-.367883	-.1278508
_Icontries_46		-.2264395	.0628219	-3.60	0.000	-.3496644	-.1032146
_Icontries_47		-.3392671	.062586	-5.42	0.000	-.4620294	-.2165048
_Icontries_48		-.1554005	.064023	-2.43	0.015	-.2809814	-.0298197
_Icontries_49		-.3532061	.0647055	-5.46	0.000	-.4801257	-.2262865
_Icontries_50		-.2417362	.0612728	-3.95	0.000	-.3619225	-.1215498
_Icontries_51		-.1636331	.0628333	-2.60	0.009	-.2868803	-.0403858
_Icontries_52		-.138153	.069044	-2.00	0.046	-.2735827	-.0027233
_Icontries_53		-.0431095	.0723907	-0.60	0.552	-.1851037	.0988847
_Icontries_54		-.1374073	.0660698	-2.08	0.038	-.267003	-.0078116
_Icontries_55		-.275727	.0614547	-4.49	0.000	-.3962701	-.1551838
_Icontries_56		-.1179733	.0623367	-1.89	0.059	-.2402466	.0043
_Icontries_57		-.256537	.060448	-4.24	0.000	-.3751055	-.1379685
_Icontries_58		-.1190956	.0736127	-1.62	0.106	-.2634867	.0252955
_Icontries_59		-.2307726	.060734	-3.80	0.000	-.3499023	-.111643
_Icontries_60		-.0652716	.0758905	-0.86	0.390	-.2141306	.0835874
_Icontries_61		-.2472687	.0614131	-4.03	0.000	-.3677303	-.1268071
_Icontries_62		-.0328262	.0726964	-0.45	0.652	-.17542	.1097676
_Icontries_63		-.3678623	.0608026	-6.05	0.000	-.4871264	-.2485982
_Icontries_64		-.3222923	.0620538	-5.19	0.000	-.4440106	-.2005739
_Icontries_65		-.4107692	.0608224	-6.75	0.000	-.5300721	-.2914662
_Icontries_66		-.2216217	.0614178	-3.61	0.000	-.3420926	-.1011509
_Icontries_67		-.2473643	.0609119	-4.06	0.000	-.3668427	-.1278859
_Icontries_68		-.1282474	.0689419	-1.86	0.063	-.2634766	.0069819
_Icontries_69		-.0627148	.0675646	-0.93	0.353	-.1952425	.0698129
_Icontries_70		-.4887556	.0713442	-6.85	0.000	-.628697	-.3488143
_Icontries_71		-.1774172	.0613167	-2.89	0.004	-.2976898	-.0571446
_Icontries_72		-.2808705	.0640624	-4.38	0.000	-.4065287	-.1552123
_Icontries_73		-.1890504	.0682536	-2.77	0.006	-.3229296	-.0551712
_Icontries_74		-.2233524	.0657335	-3.40	0.001	-.3522885	-.0944163
_Icontries_75		-.1280477	.0628017	-2.04	0.042	-.251233	-.0048625
_Icontries_76		-.1484374	.0669163	-2.22	0.027	-.2796934	-.0171814
_Icontries_77		-.3114635	.0633753	-4.91	0.000	-.435774	-.187153
_Icontries_78		-.1299803	.0635085	-2.05	0.041	-.254552	-.0054086
_Icontries_79		-.2608625	.0611695	-4.26	0.000	-.3808462	-.1408787
_Icontries_80		-.1964047	.0644589	-3.05	0.002	-.3228406	-.0699687
_Icontries_81		-.3295419	.0621147	-5.31	0.000	-.4513795	-.2077042
_Icontries_82		.0719683	.0871914	0.83	0.409	-.0990573	.242994
_Icontries_83		-.2273718	.0610666	-3.72	0.000	-.3471537	-.1075898
_Icontries_84		-.4786883	.0713485	-6.71	0.000	-.6186382	-.3387384
_Icontries_85		-.2956855	.0650988	-4.54	0.000	-.4233767	-.1679943
_Icontries_86		-.253962	.0662023	-3.84	0.000	-.3838175	-.1241064
_Icontries_87		-.3335243	.0644017	-5.18	0.000	-.459848	-.2072005
_Icontries_88		-.4908044	.0619859	-7.92	0.000	-.6123895	-.3692192
_Icontries_89		-.4156877	.0621555	-6.69	0.000	-.5376055	-.2937699
_Icontries_90		-.0766065	.0710549	-1.08	0.281	-.2159804	.0627674
_Icontries_91		-.3746998	.0645596	-5.80	0.000	-.5013333	-.2480663
_Icontries_92		-.2482408	.0605225	-4.10	0.000	-.3669554	-.1295262
_Icontries_93		-.3316284	.0643546	-5.15	0.000	-.4578597	-.2053971
_Icontries_94		-.3902876	.0631902	-6.18	0.000	-.5142349	-.2663403
_Icontries_95		-.3019703	.0625016	-4.83	0.000	-.4245671	-.1793736
_Icontries_96		-.1483966	.0607579	-2.44	0.015	-.267573	-.0292203
_Icontries_97		-.2952121	.0628965	-4.69	0.000	-.4185834	-.1718407
_Icontries_98		-.1124047	.0687464	-1.64	0.102	-.2472505	.0224411
_Icontries_99		-.2321391	.0618616	-3.75	0.000	-.3534803	-.1107978
_Icontries_100		-.1435877	.0625992	-2.29	0.022	-.2663759	-.0207996
_Icontries_101		-.1200939	.0608896	-1.97	0.049	-.2395287	-.0006591
_Icontries_102		-.2171704	.0655682	-3.31	0.001	-.3457823	-.0885585
_Icontries_103		-.093419	.0604243	-1.55	0.122	-.211941	.025103
_Icontries_104		-.2565849	.0606525	-4.23	0.000	-.3755546	-.1376152
_Icontries_105		-.2586847	.061383	-4.21	0.000	-.3790872	-.1382822
_Icontries_106		-.3181532	.061832	-5.15	0.000	-.4394364	-.19687
_Icontries_107		-.4148127	.0614172	-6.75	0.000	-.5352824	-.2943429
_Icontries_108		-.0681613	.0619479	-1.10	0.271	-.1896719	.0533492
_Icontries_109		-.5096983	.0614308	-8.30	0.000	-.6301946	-.3892021
_Icontries_110		-.2330259	.0613827	-3.80	0.000	-.3534279	-.112624

_Icontries_111		-.1312228	.0609371	-2.15	0.031	-.2507507	-.0116949
_Icontries_112		-.1359489	.0654402	-2.08	0.038	-.2643097	-.0075881
_Icontries_113		.059206	.0632923	0.94	0.350	-.0649416	.1833535
_Icontries_114		-.1035907	.0604489	-1.71	0.087	-.222161	.0149796
_Icontries_115		-.1130822	.0624897	-1.81	0.071	-.2356555	.0094911
_Icontries_116		-.2175924	.0682371	-3.19	0.001	-.3514392	-.0837456
_Icontries_117		-.2528132	.0658663	-3.84	0.000	-.3820098	-.1236167
_Icontries_118		-.1624599	.0616477	-2.64	0.008	-.2833816	-.0415382
_Icontries_119		-.1159147	.0661554	-1.75	0.080	-.2456783	.0138488
_Icontries_120		-.3255454	.0623592	-5.22	0.000	-.4478627	-.203228
_Icontries_121		-.1805282	.0607912	-2.97	0.003	-.2997699	-.0612864
_Icontries_122		-.1912187	.0640248	-2.99	0.003	-.3168032	-.0656341
_Icontries_123		-.2449307	.0680814	-3.60	0.000	-.378472	-.1113893
_Icontries_124		-.4227842	.0640946	-6.60	0.000	-.5485056	-.2970629
_Icontries_125		-.2281771	.0628624	-3.63	0.000	-.3514815	-.1048726
_Icontries_126		-.3839897	.0624767	-6.15	0.000	-.5065377	-.2614418
_Icontries_127		-.1049174	.0798211	-1.31	0.189	-.2614861	.0516513
_Icontries_128		-.2553686	.0614287	-4.16	0.000	-.3758607	-.1348764
_Icontries_129		-.3078198	.0627385	-4.91	0.000	-.4308812	-.1847583
_Icontries_130		-.5105797	.0675121	-7.56	0.000	-.6430046	-.3781549
_Icontries_131		-.2475095	.0619175	-4.00	0.000	-.3689603	-.1260586
_Icontries_132		-.2024977	.0621193	-3.26	0.001	-.3243445	-.0806509
_Icontries_133		-.4230625	.0664056	-6.37	0.000	-.553317	-.2928081
_Icontries_134		-.7063424	.0621379	-11.37	0.000	-.8282257	-.584459
_Icontries_135		.0544555	.0631224	0.86	0.388	-.0693588	.1782698
_Icontries_136		-.2015472	.0666164	-3.03	0.003	-.3322149	-.0708794
_Icontries_137		-.1556178	.0609932	-2.55	0.011	-.2752557	-.0359799
_Icontries_138		-.314083	.0651454	-4.82	0.000	-.4418655	-.1863004
_Icontries_139		-.1212217	.0611042	-1.98	0.047	-.2410774	-.0013661
_Icontries_140		-.3784287	.0617158	-6.13	0.000	-.4994841	-.2573733
_Icontries_141		-.2012654	.062367	-3.23	0.001	-.3235981	-.0789327
_Icontries_142		-.2208119	.0621672	-3.55	0.000	-.3427526	-.0988712
_Icontries_143		-.3446071	.0622006	-5.54	0.000	-.4666133	-.2226009
_Icontries_144		-.100345	.0682728	-1.47	0.142	-.2342618	.0335718
_Icontries_145		-.1672926	.0621025	-2.69	0.007	-.2891065	-.0454788
_Icontries_146		-.4075314	.0713946	-5.71	0.000	-.5475716	-.2674912
_Icontries_147		-.2165971	.0620526	-3.49	0.000	-.3383131	-.0948811
_Icontries_148		-.0118101	.068232	-0.17	0.863	-.1456469	.1220267
_Icontries_149		-.1850469	.0776933	2.38	0.017	.0326518	.337442
_Icontries_150		-.1692482	.0660664	-2.56	0.011	-.2988371	-.0396593
_Icontries_151		-.0867463	.0688751	-1.26	0.208	-.2218446	.0483519
_Icontries_152		-.1640505	.0669329	-2.45	0.014	-.2953392	-.0327619
_Icontries_153		-.2587387	.0642088	-4.03	0.000	-.3846841	-.1327933
_Icontries_154		-.0445183	.0649978	-0.68	0.493	-.1720113	.0829747
_Icontries_155		-.1670371	.0725587	-2.30	0.021	-.3093608	-.0247135
_Icontries_156		-.1502309	.0641775	-2.34	0.019	-.2761148	-.024347
_Icontries_157		-.0299176	.0604052	-0.50	0.620	-.1484021	.088567
_Icontries_158		-.1017904	.0603873	-1.69	0.092	-.2202399	.0166591
_Icontries_159		.0284606	.0706662	0.40	0.687	-.110151	.1670722
_Icontries_160		-.1080334	.0683687	-1.58	0.114	-.2421383	.0260716
_Icontries_161		-.5038989	.0610782	-8.25	0.000	-.6237036	-.3840942
_Icontries_162		-.0202555	.0793261	-0.26	0.798	-.1758534	.1353425
_Icontries_163		-.3704697	.062287	-5.95	0.000	-.4926455	-.2482939
_Icontries_164		-.0440543	.0767961	-0.57	0.566	-.1946897	.106581
_Icontries_165		-.0662268	.0631241	-1.05	0.294	-.1900446	.0575909
_Icontries_166		-.2397077	.0710639	-3.37	0.001	-.3790993	-.1003162
_Icontries_167		-.1822398	.0648558	-2.81	0.005	-.3094542	-.0550254
_Icontries_168		-.021217	.0809485	-0.26	0.793	-.1799972	.1375631
_Icontries_169		-.2114598	.0663705	-3.19	0.001	-.3416453	-.0812743
_Icontries_170		-.2889598	.0614564	-4.70	0.000	-.4095063	-.1684134
_Icontries_171		.0475138	.0682342	0.70	0.486	-.0863273	.1813549
_Icontries_172		-.1718529	.0608264	-2.83	0.005	-.2911637	-.0525421
_Icontries_173		-.1776807	.0620758	-2.86	0.004	-.2994421	-.0559192
_Icontries_174		-.0831375	.0664103	-1.25	0.211	-.2134011	.047126
_Icontries_175		-.0982614	.0607214	-1.62	0.106	-.2173661	.0208434
_Icontries_176		-.3325837	.0634194	-5.24	0.000	-.4569807	-.2081868
_Icontries_177		-.1713213	.0610009	-2.81	0.005	-.2909743	-.0516684
_Icontries_178		.0232557	.0703959	0.33	0.741	-.1148256	.1613369
_Icontries_179		-.3815099	.061127	-6.24	0.000	-.5014103	-.2616095
_Icontries_180		-.0487625	.0626067	-0.78	0.436	-.1715654	.0740404
_Icontries_181		-.1828645	.0728604	-2.51	0.012	-.3257801	-.039949
_Icontries_182		-.1870017	.0659023	-2.84	0.005	-.3162689	-.0577346
_Icontries_183		-.2320306	.0614546	-3.78	0.000	-.3525737	-.1114876
_Icontries_184		-.325014	.0603593	-5.38	0.000	-.4434087	-.2066194
_Icontries_185		-.2724534	.0609538	-4.47	0.000	-.3920141	-.1528926
_Icontries_186		-.158203	.0637986	-2.48	0.013	-.2833437	-.0330623
_Icontries_187		-.415851	.0667333	-6.23	0.000	-.5467482	-.2849539

_Icontries_188		-.2566738	.0607237	-4.23	0.000	-.3757831	-.1375645
_Icontries_189		-.3382376	.0640859	-5.28	0.000	-.4639419	-.2125334
_Icontries_190		-.0621761	.0623745	-1.00	0.319	-.1845235	.0601714
_Icontries_191		-.2278801	.0618456	-3.68	0.000	-.34919	-.1065703
_Icontries_192		-.0740223	.0713332	-1.04	0.300	-.2139422	.0658976
_Icontries_193		-.0500317	.070284	-0.71	0.477	-.1878936	.0878302
_Icontries_194		.0093807	.0802998	0.12	0.907	-.148127	.1668884
_cons		.6730863	.146884	4.58	0.000	.3849738	.9611989

### 3- نتائج نموذج الآثار العشوائية Random effects estimator

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       1746
Group variable: ID                        Number of groups =        194

R-sq:  within = 0.0560                    Obs per group:  min =         9
        between = 0.2276                  avg =          9.0
        overall = 0.1391                  max =          9

Wald chi2(3) =       148.93
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0000

```

ROE		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GROW		.0423154	.0084966	4.98	0.000	.0256623 .0589685
SIZE		.0549366	.010022	5.48	0.000	.0352938 .0745794
TD		-.3366022	.0317964	-10.59	0.000	-.3989221 -.2742823
_cons		-.113998	.050444	-2.26	0.024	-.2128664 -.0151296
sigma_u		.09664444				
sigma_e		.12791405				
rho		.36339943	(fraction of variance due to u_i)			

### 4- نتائج نموذج اختبار مضاعف لانجرج Breusch-Pagan LM test

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$ROE[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ROE	.030139	.1736059
e	.016362	.127914
u	.0093401	.0966444

Test: Var(u) = 0

$$\text{chibar2}(01) = 894.89$$

$$\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$$

### 5- نتائج اختبار هوسمان Hausman test

. hausman fixed random

	---- Coefficients ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
GROW	.050638	.0423154	.0083226	.0025643
SIZE	-.0597544	.0549366	-.114691	.0276365
TD	-.3273926	-.3366022	.0092097	.0252564

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(3) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 25.94$$

Prob>chi2 = 0.0000

## 6- نتائج اختبار ووليد المعدل لاختبار ثبات التباين Testing for heteroskedasticity

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (194) = 6.8e+05
Prob>chi2 = 0.0000
```

## 7- نتائج اختبار ووليد ريدج للارتباط الذاتي test for autocorrelation

```
. xtserial $ylist $xlist

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 193) = 15.976
Prob > F = 0.0001
```

## 8- نتائج نموذج Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors

```
. xi: xtpcse $ylist $xlist i.contries, correlation(psar1)
i.contries      _Icontries_1-194      (_Icontries_1 for con~s==A SAFFA FOODS omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])
```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:	ID	Number of obs	=	1746	
Time variable:	year	Number of groups	=	194	
Panels:	correlated (balanced)	Obs per group: min	=	9	
Autocorrelation:	panel-specific AR(1)	avg	=	9	
		max	=	9	
Estimated covariances	=	18915	R-squared	=	0.5105
Estimated autocorrelations	=	194	Wald chi2(20)	=	2579.89
Estimated coefficients	=	191	Prob > chi2	=	0.0000

	ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GROW		.0437119	.0092334	4.73	0.000	.0256146 .0618091
SIZE		-.0315229	.0425063	-0.74	0.458	-.1148337 .0517879
TD		-.3384464	.0505275	-6.70	0.000	-.4374785 -.2394142
_Icontries_2		-.1929784	.0768405	-2.51	0.012	-.3435831 -.0423738
_Icontries_3		-.254965	.0600104	-4.25	0.000	-.3725831 -.1373468
_Icontries_4		-.0725329	.0605846	-1.20	0.231	-.1912765 .0462108
_Icontries_5		-.0451376	.0971512	-0.46	0.642	-.2355504 .1452753
_Icontries_6		-.05656	.0960472	-0.59	0.556	-.244809 .131689
_Icontries_7		-.4709229	.110408	-4.27	0.000	-.6873187 -.2545271
_Icontries_8		-.2182071	.0723894	-3.01	0.003	-.3600877 -.0763265
_Icontries_9		-.1499468	.0527267	-2.84	0.004	-.2532892 -.0466043
_Icontries_10		.0219084	.0847997	0.26	0.796	-.144296 .1881129
_Icontries_11		-.1260886	.0788914	-1.60	0.110	-.2807129 .0285356
_Icontries_12		-.482135	.3345803	-1.44	0.150	-1.1379 .1736304
_Icontries_13		-.174195	.0536104	-3.25	0.001	-.2792693 -.0691206
_Icontries_14		-.4636219	.0773323	-6.00	0.000	-.6151905 -.3120534
_Icontries_15		-.3320904	.056442	-5.88	0.000	-.4427146 -.2214662
_Icontries_16		-.2234313	.0561281	-3.98	0.000	-.3334403 -.1134223
_Icontries_17		0	(omitted)			
_Icontries_18		.0707525	.0618099	1.14	0.252	-.0503928 .1918977
_Icontries_19		-.1719498	.0556572	-3.09	0.002	-.2810359 -.0628638
_Icontries_20		-.3026789	.0538704	-5.62	0.000	-.408263 -.1970949
_Icontries_21		.007646	.0835502	0.09	0.927	-.1561094 .1714013
_Icontries_22		-.0930929	.0599291	-1.55	0.120	-.2105518 .024366
_Icontries_23		-.1308963	.0709549	-1.84	0.065	-.2699654 .0081728

_Icontries_24		-.0594247	.0520643	-1.14	0.254	-.1614688	.0426194
_Icontries_25		-.2560282	.0638654	-4.01	0.000	-.3812021	-.1308544
_Icontries_26		-.1843284	.0462695	-3.98	0.000	-.2750149	-.0936419
_Icontries_27		-.3481865	.0470374	-7.40	0.000	-.4403781	-.2559949
_Icontries_28		-.4702971	.0654945	-7.18	0.000	-.5986639	-.3419302
_Icontries_29		-.3542858	.0581029	-6.10	0.000	-.4681653	-.2404063
_Icontries_30		-.4732302	.054959	-8.61	0.000	-.5809478	-.3655127
_Icontries_31		-.0692096	.0984317	-0.70	0.482	-.2621323	.123713
_Icontries_32		-.1753315	.056048	-3.13	0.002	-.2851835	-.0654795
_Icontries_33		-.2463117	.0400728	-6.15	0.000	-.3248529	-.1677705
_Icontries_34		-.0219855	.045366	-0.48	0.628	-.1109012	.0669303
_Icontries_35		-.3398758	.0648705	-5.24	0.000	-.4670196	-.2127319
_Icontries_36		-.3809487	.0550568	-6.92	0.000	-.488858	-.2730393
_Icontries_37		-.3036657	.0564843	-5.38	0.000	-.414373	-.1929584
_Icontries_38		-.0863607	.0593718	-1.45	0.146	-.2027273	.0300058
_Icontries_39		-.2161927	.0586615	-3.69	0.000	-.3311671	-.1012182
_Icontries_40		-.0399737	.0908326	-0.44	0.660	-.2180022	.1380549
_Icontries_41		-.1691044	.0755645	-2.24	0.025	-.3172081	-.0210006
_Icontries_42		-.234071	.0504469	-4.64	0.000	-.3329452	-.1351968
_Icontries_43		-.1837929	.0625508	-2.94	0.003	-.3063901	-.0611956
_Icontries_44		-.4044201	.0474362	-8.53	0.000	-.4973934	-.3114468
_Icontries_45		-.2562745	.0747061	-3.43	0.001	-.4026959	-.1098532
_Icontries_46		-.2118877	.0566857	-3.74	0.000	-.3229896	-.1007857
_Icontries_47		-.3350439	.052245	-6.41	0.000	-.4374423	-.2326455
_Icontries_48		-.1725766	.0561295	-3.07	0.002	-.2825884	-.0625649
_Icontries_49		-.3414619	.060017	-5.69	0.000	-.4590931	-.2238308
_Icontries_50		-.2485663	.0450519	-5.52	0.000	-.3368664	-.1602663
_Icontries_51		-.1821782	.079755	-2.28	0.022	-.3384951	-.0258613
_Icontries_52		-.1627991	.063142	-2.58	0.010	-.2865551	-.0390431
_Icontries_53		-.0791016	.0823108	-0.96	0.337	-.2404277	.0822245
_Icontries_54		-.1591529	.0651422	-2.44	0.015	-.2868292	-.0314766
_Icontries_55		-.2843542	.0628232	-4.53	0.000	-.4074854	-.161223
_Icontries_56		-.1333029	.0565494	-2.36	0.018	-.2441378	-.022468
_Icontries_57		-.2610037	.0679669	-3.84	0.000	-.3942165	-.127791
_Icontries_58		-.1490482	.0935959	-1.59	0.111	-.3324929	.0343965
_Icontries_59		-.2369542	.0521602	-4.54	0.000	-.3391863	-.134722
_Icontries_60		-.0951722	.0838277	-1.14	0.256	-.2594715	.0691271
_Icontries_61		-.2559723	.0685402	-3.73	0.000	-.3903087	-.1216359
_Icontries_62		-.0557608	.0902183	-0.62	0.537	-.2325855	-.1210639
_Icontries_63		-.3661799	.0502263	-7.29	0.000	-.4646215	-.2677382
_Icontries_64		-.3376506	.0731042	-4.62	0.000	-.4809321	-.1943691
_Icontries_65		-.4147488	.1314343	-3.16	0.002	-.6723554	-.1571422
_Icontries_66		-.2215175	.0474099	-4.67	0.000	-.3144391	-.1285959
_Icontries_67		-.2305172	.0430136	-5.36	0.000	-.3148223	-.1462122
_Icontries_68		-.1689128	.0849718	-1.99	0.047	-.3354545	-.0023712
_Icontries_69		-.0877335	.0625356	-1.40	0.161	-.210301	.0348339
_Icontries_70		-.522358	.200274	-2.61	0.009	-.9148878	-.1298282
_Icontries_71		-.1809468	.0633276	-2.86	0.004	-.3050666	-.056827
_Icontries_72		-.2972756	.0576932	-5.15	0.000	-.4103521	-.1841991
_Icontries_73		-.2616047	.0957075	-2.73	0.006	-.4491879	-.0740216
_Icontries_74		-.1892066	.073463	-2.58	0.010	-.3331915	-.0452217
_Icontries_75		-.1025149	.0650063	-1.58	0.115	-.2299249	.0248952
_Icontries_76		-.1730825	.0647804	-2.67	0.008	-.3000498	-.0461152
_Icontries_77		-.28995	.070996	-4.08	0.000	-.4290996	-.1508004
_Icontries_78		-.1512905	.0552312	-2.74	0.006	-.2595415	-.0430394
_Icontries_79		-.2617863	.0419626	-6.24	0.000	-.3440315	-.1795412
_Icontries_80		-.2170586	.0634442	-3.42	0.001	-.3414069	-.0927102
_Icontries_81		-.3133768	.074207	-4.22	0.000	-.4588199	-.1679338
_Icontries_82		-.0049705	.1285387	-0.04	0.969	-.2569017	.2469607
_Icontries_83		-.220774	.0791119	-2.79	0.005	-.3758305	-.0657174
_Icontries_84		-.4807611	.6451155	-0.75	0.456	-1.745164	.783642
_Icontries_85		-.2755285	.1180771	-2.33	0.020	-.5069553	-.0441016
_Icontries_86		-.2285605	.062324	-3.67	0.000	-.3507132	-.1064078
_Icontries_87		0	(omitted)				
_Icontries_88		-.5044003	.1419942	-3.55	0.000	-.7827037	-.2260968
_Icontries_89		-.3948065	.0508314	-7.77	0.000	-.4944341	-.2951788
_Icontries_90		-.1133838	.1014326	-1.12	0.264	-.3121881	.0854205
_Icontries_91		-.3543893	.063318	-5.60	0.000	-.4784904	-.2302882
_Icontries_92		-.2533426	.0543142	-4.66	0.000	-.3597964	-.1468887
_Icontries_93		-.3019227	.0514494	-5.87	0.000	-.4027617	-.2010837
_Icontries_94		-.3780532	.0546713	-6.92	0.000	-.485207	-.2708995
_Icontries_95		-.3111635	.0578856	-5.38	0.000	-.4246171	-.1977098
_Icontries_96		-.1413809	.0523305	-2.70	0.007	-.2439468	-.038815
_Icontries_97		-.2820396	.0458945	-6.15	0.000	-.371991	-.1920881
_Icontries_98		-.1459483	.0676607	-2.16	0.031	-.2785607	-.0133358
_Icontries_99		-.2316713	.0492898	-4.70	0.000	-.3282774	-.1350651
_Icontries_100		-.1598808	.0498229	-3.21	0.001	-.2575319	-.0622296

_Icontries_101		-.1291222	.072555	-1.78	0.075	-.2713274	.0130829
_Icontries_102		-.2392911	.0662766	-3.61	0.000	-.3691909	-.1093913
_Icontries_103		0	(omitted)				
_Icontries_104		-.2530185	.0514632	-4.92	0.000	-.3538845	-.1521526
_Icontries_105		-.2942144	.1595978	-1.84	0.065	-.6070204	.0185915
_Icontries_106		-.3138186	.0532972	-5.89	0.000	-.4182792	-.2093581
_Icontries_107		-.4202399	.0556244	-7.55	0.000	-.5292616	-.3112181
_Icontries_108		-.0557417	.1035907	-0.54	0.591	-.2587756	.1472923
_Icontries_109		-.6969511	.4098617	-1.70	0.089	-1.500265	.106363
_Icontries_110		-.2207931	.0765654	-2.88	0.004	-.3708585	-.0707278
_Icontries_111		-.1379106	.0526614	-2.62	0.009	-.241125	-.0346962
_Icontries_112		-.161469	.0509498	-3.17	0.002	-.2613288	-.0616092
_Icontries_113		.0407002	.0723015	0.56	0.573	-.1010081	.1824084
_Icontries_114		-.0995248	.0812769	-1.22	0.221	-.2588245	.0597749
_Icontries_115		-.1186111	.0558216	-2.12	0.034	-.2280194	-.0092028
_Icontries_116		-.2021527	.0808807	-2.50	0.012	-.3606759	-.0436294
_Icontries_117		-.2820008	.0644286	-4.38	0.000	-.4082786	-.155723
_Icontries_118		-.1718678	.0541503	-3.17	0.002	-.2780004	-.0657352
_Icontries_119		-.1316531	.097501	-1.35	0.177	-.3227516	.0594455
_Icontries_120		-.3118362	.0541232	-5.76	0.000	-.4179158	-.2057566
_Icontries_121		-.1755713	.0700311	-2.51	0.012	-.3128297	-.0383128
_Icontries_122		0	(omitted)				
_Icontries_123		-.2720812	.0696952	-3.90	0.000	-.4086813	-.135481
_Icontries_124		-.3845083	.0576082	-6.67	0.000	-.4974182	-.2715984
_Icontries_125		-.2383244	.0563951	-4.23	0.000	-.3488567	-.1277921
_Icontries_126		-.3767072	.0526632	-7.15	0.000	-.4799252	-.2734891
_Icontries_127		-.1634511	.0974204	-1.68	0.093	-.3543915	.0274892
_Icontries_128		-.2627548	.0559801	-4.69	0.000	-.3724739	-.1530358
_Icontries_129		-.315164	.0557925	-5.65	0.000	-.4245152	-.2058127
_Icontries_130		-.4848603	.0816666	-5.94	0.000	-.6449238	-.3247967
_Icontries_131		-.2569258	.0570576	-4.50	0.000	-.3687566	-.145095
_Icontries_132		-.2002624	.0602542	-3.32	0.001	-.3183584	-.0821663
_Icontries_133		-.403472	.0683834	-5.90	0.000	-.537501	-.269443
_Icontries_134		-.6085486	.4135115	-1.47	0.141	-1.419016	.2019191
_Icontries_135		.0408881	.0529052	0.77	0.440	-.0628042	.1445805
_Icontries_136		-.2265967	.0636233	-3.56	0.000	-.351296	-.1018974
_Icontries_137		-.138145	.0535942	-2.58	0.010	-.2431877	-.0331023
_Icontries_138		-.2954475	.0570481	-5.18	0.000	-.4072597	-.1836353
_Icontries_139		-.1144786	.0949254	-1.21	0.228	-.3005288	.0715717
_Icontries_140		-.3722103	.0535479	-6.95	0.000	-.4771623	-.2672584
_Icontries_141		-.210696	.0581629	-3.62	0.000	-.3246932	-.0966988
_Icontries_142		-.2091239	.0508289	-4.11	0.000	-.3087468	-.109501
_Icontries_143		-.3436347	.0868459	-3.96	0.000	-.5138496	-.1734199
_Icontries_144		-.1315998	.0689798	-1.91	0.056	-.2667977	.0035981
_Icontries_145		-.1799208	.0551717	-3.26	0.001	-.2880554	-.0717861
_Icontries_146		-.3749098	.0693737	-5.40	0.000	-.5108798	-.2389399
_Icontries_147		-.2124732	.0657174	-3.23	0.001	-.341277	-.0836695
_Icontries_148		-.0353025	.062697	-0.56	0.573	-.1581864	.0875815
_Icontries_149		.1165942	.0974348	1.20	0.231	-.0743745	.307563
_Icontries_150		-.1984444	.0638052	-3.11	0.002	-.3235003	-.0733885
_Icontries_151		-.1587704	.2163651	-0.73	0.463	-.5828382	.2652974
_Icontries_152		-.1974754	.089502	-2.21	0.027	-.3728962	-.0220546
_Icontries_153		-.2793733	.0605551	-4.61	0.000	-.3980591	-.1606874
_Icontries_154		-.0674843	.0524492	-1.29	0.198	-.1702828	.0353142
_Icontries_155		-.2124815	.0873351	-2.43	0.015	-.3836552	-.0413079
_Icontries_156		-.1698832	.0555823	-3.06	0.002	-.2788225	-.060944
_Icontries_157		-.0356866	.0507406	-0.70	0.482	-.1351364	.0637631
_Icontries_158		-.1021359	.0430349	-2.37	0.018	-.1864828	-.017789
_Icontries_159		-.0115835	.0743431	-0.16	0.876	-.1572933	.1341264
_Icontries_160		-.1390714	.0748917	-1.86	0.063	-.2858564	.0077136
_Icontries_161		-.5099301	.0519671	-9.81	0.000	-.6117837	-.4080765
_Icontries_162		-.0725907	.0959279	-0.76	0.449	-.260606	.1154246
_Icontries_163		-.3648075	.0535522	-6.81	0.000	-.4697679	-.2598471
_Icontries_164		-.0887877	.0842008	-1.05	0.292	-.2538182	.0762428
_Icontries_165		0	(omitted)				
_Icontries_166		-.2707782	.085118	-3.18	0.001	-.4376064	-.10395
_Icontries_167		-.2007689	.0730172	-2.75	0.006	-.3438801	-.0576578
_Icontries_168		-.0712059	.0997817	-0.71	0.475	-.2667744	.1243626
_Icontries_169		-.2212026	.059194	-3.74	0.000	-.3372208	-.1051845
_Icontries_170		-.2902342	.0532588	-5.45	0.000	-.3946196	-.1858488
_Icontries_171		.0194203	.0665448	0.29	0.770	-.1110052	.1498457
_Icontries_172		-.1780231	.0974919	-1.83	0.068	-.3691037	.0130575
_Icontries_173		-.1694947	.0563672	-3.01	0.003	-.2799723	-.059017
_Icontries_174		-.1089539	.0664347	-1.64	0.101	-.2391635	.0212558
_Icontries_175		-.1048055	.050741	-2.07	0.039	-.2042562	-.0053549
_Icontries_176		-.312594	.0660138	-4.74	0.000	-.4419787	-.1832093
_Icontries_177		-.1737842	.0497158	-3.50	0.000	-.2712254	-.0763429

_Icontries_178		-.0090298	.0834229	-0.11	0.914	-.1725357	.1544761
_Icontries_179		-.3749567	.0507007	-7.40	0.000	-.4743282	-.2755852
_Icontries_180		-.0490105	.0685757	-0.71	0.475	-.1834164	.0853954
_Icontries_181		-.2224289	.0787263	-2.83	0.005	-.3767297	-.0681282
_Icontries_182		-.2071586	.0601358	-3.44	0.001	-.3250225	-.0892946
_Icontries_183		-.223981	.0560141	-4.00	0.000	-.3337667	-.1141953
_Icontries_184		0	(omitted)				
_Icontries_185		-.2728688	.0583378	-4.68	0.000	-.3872089	-.1585287
_Icontries_186		-.235878	.3080528	-0.77	0.444	-.8396504	.3678943
_Icontries_187		-.3928549	.0606382	-6.48	0.000	-.5117035	-.2740063
_Icontries_188		-.2597913	.0418832	-6.20	0.000	-.3418809	-.1777016
_Icontries_189		-.3208509	.0608938	-5.27	0.000	-.4402006	-.2015013
_Icontries_190		-.0686025	.0679122	-1.01	0.312	-.201708	.0645029
_Icontries_191		-.2253636	.0591739	-3.81	0.000	-.3413423	-.1093849
_Icontries_192		-.1060935	.0658896	-1.61	0.107	-.2352348	.0230477
_Icontries_193		-.0844626	.0701139	-1.20	0.228	-.2218833	.0529582
_Icontries_194		-.0694752	.1193077	-0.58	0.560	-.3033139	.1643636
_cons		.5398326	.2059473	2.62	0.009	.1361832	.9434819
-----							
rhos =		.3517163	.6996957	.4903805	.4583019	.6256555 ...	-.3420536
-----							

الملحق رقم (4): نتائج التحليل القياسي لأثر الهيكل التمويلي على القيمة

**Pooled OLS estimator نتائج نموذج الانحدار التجميعي**

. reg \$ylist \$xlist

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1746
Model	160.165258	3	53.3884192	F( 3, 1742) =	23.11
Residual	4024.30442	1742	2.31016327	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0383
				Adj R-squared =	0.0366
Total	4184.46968	1745	2.39797689	Root MSE =	1.5199

PBV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SIZE	.2980596	.0505913	5.89	0.000	.1988335 .3972858
INF	4.563197	.81674	5.59	0.000	2.961303 6.165091
TD	-.2322586	.2210454	-1.05	0.294	-.6658007 .2012836
_cons	.2266654	.2551525	0.89	0.374	-.2737721 .727103

**Fixed effects or within estimator نتائج نموذج الاثار الثابتة**

. xi:regress \$ylist \$xlist i.contries  
i.contries \_Icontries\_1-194 (\_Icontries\_1 for con~s==A SAFFA FOODS omitted)

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1746
Model	2326.52648	196	11.8700331	F(196, 1549) =	9.90
Residual	1857.94319	1549	1.19944687	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.5560
				Adj R-squared =	0.4998
Total	4184.46968	1745	2.39797689	Root MSE =	1.0952

PBV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SIZE	-1.429302	.2460577	-5.81	0.000	-1.911943 -.9466603
INF	6.904389	.8148471	8.47	0.000	5.306069 8.502709
TD	.5769294	.3481094	1.66	0.098	-.1058861 1.259745
_Icontries_2	2.163915	.6381222	3.39	0.001	.9122399 3.415589
_Icontries_3	-.0883976	.5350104	-0.17	0.869	-1.137819 .9610234
_Icontries_4	.1023195	.5703213	0.18	0.858	-1.016364 1.221003
_Icontries_5	-1.695605	.5217838	-3.25	0.001	-2.719082 -.6721275
_Icontries_6	1.828428	.5787158	3.16	0.002	.6932784 2.963577
_Icontries_7	-2.212857	.6643798	-3.33	0.001	-3.516036 -.9096785
_Icontries_8	-2.60777	.5676337	-4.59	0.000	-3.721181 -1.494358
_Icontries_9	.3536652	.5305674	0.67	0.505	-.6870409 1.394371
_Icontries_10	.7907079	.5224662	1.51	0.130	-.2341078 1.815524
_Icontries_11	-1.400454	.5218352	-2.68	0.007	-2.424031 -.3768757
_Icontries_12	1.042253	.5210995	2.00	0.046	.0201182 2.064388
_Icontries_13	-.4022383	.522582	-0.77	0.442	-1.427281 .6228045
_Icontries_14	-2.361488	.5442538	-4.34	0.000	-3.429041 -1.293936
_Icontries_15	-2.404032	.5500282	-4.37	0.000	-3.48291 -1.325153
_Icontries_16	.0687781	.5436579	0.13	0.899	-.997605 1.135161
_Icontries_17	2.368421	.5483736	4.32	0.000	1.292788 3.444054
_Icontries_18	2.876464	.5448885	5.28	0.000	1.807667 3.945261
_Icontries_19	-1.762511	.5340419	-3.30	0.001	-2.810032 -.7149891
_Icontries_20	-1.105579	.5293829	-2.09	0.037	-2.143962 -.0671961
_Icontries_21	3.662515	.6597946	5.55	0.000	2.36833 4.9567
_Icontries_22	-.398196	.5389513	-0.74	0.460	-1.455347 .6589551
_Icontries_23	1.15751	.5918289	1.96	0.051	-.0033607 2.31838
_Icontries_24	.1464555	.5302162	0.28	0.782	-.8935617 1.186473
_Icontries_25	-.6646848	.5699749	-1.17	0.244	-1.782689 .453319
_Icontries_26	.4043163	.5210862	0.78	0.438	-.6177926 1.426425
_Icontries_27	-2.595733	.5481514	-4.74	0.000	-3.67093 -1.520536
_Icontries_28	-2.246849	.5355172	-4.20	0.000	-3.297264 -1.196434
_Icontries_29	-1.412429	.5327657	-2.65	0.008	-2.457447 -.3674113
_Icontries_30	-1.663352	.5353745	-3.11	0.002	-2.713487 -.6132167
_Icontries_31	3.631859	.6245501	5.82	0.000	2.406806 4.856912



_Icontries_32		.4156983	.5383894	0.77	0.440	-.6403506	1.471747
_Icontries_33		-1.528477	.530139	-2.88	0.004	-2.568343	-.4886115
_Icontries_34		-.5845742	.5166476	-1.13	0.258	-1.597977	.4288283
_Icontries_35		1.960758	.5233918	3.75	0.000	.9341271	2.987389
_Icontries_36		-2.267542	.5349322	-4.24	0.000	-3.31681	-1.218275
_Icontries_37		-1.87186	.5243729	-3.57	0.000	-2.900416	-.8433044
_Icontries_38		-.2189757	.5428571	-0.40	0.687	-1.283788	.8458368
_Icontries_39		-1.873697	.5470823	-3.42	0.001	-2.946797	-.8005967
_Icontries_40		7.310495	.5549293	13.17	0.000	6.222003	8.398987
_Icontries_41		2.281512	.5928534	3.85	0.000	1.118632	3.444392
_Icontries_42		-2.018426	.5443147	-3.71	0.000	-3.086098	-.9507547
_Icontries_43		-1.906316	.555778	-3.43	0.001	-2.996473	-.8161597
_Icontries_44		-2.072938	.5348307	-3.88	0.000	-3.122007	-1.02387
_Icontries_45		-.6157923	.5237006	-1.18	0.240	-1.643029	.4114448
_Icontries_46		-1.076378	.5381686	-2.00	0.046	-2.131994	-.0207626
_Icontries_47		-1.996486	.536176	-3.72	0.000	-3.048193	-.9447784
_Icontries_48		.3396059	.5534908	0.61	0.540	-.7460645	1.425276
_Icontries_49		-1.746557	.5521855	-3.16	0.002	-2.829667	-.6634474
_Icontries_50		-1.242019	.5241303	-2.37	0.018	-2.270099	-.2139394
_Icontries_51		.4311774	.5377331	0.80	0.423	-.6235842	1.485939
_Icontries_52		1.461313	.5887946	2.48	0.013	.306394	2.616231
_Icontries_53		1.168426	.6252751	1.87	0.062	-.0580486	2.394902
_Icontries_54		.2669163	.5711345	0.47	0.640	-.853362	1.387195
_Icontries_55		-1.525373	.5304896	-2.88	0.004	-2.565926	-.4848191
_Icontries_56		-.3917076	.5382546	-0.73	0.467	-1.447492	.664077
_Icontries_57		-.7289436	.5211986	-1.40	0.162	-1.751273	.2933858
_Icontries_58		2.550614	.6341464	4.02	0.000	1.306738	3.79449
_Icontries_59		-1.316623	.5241129	-2.51	0.012	-2.344669	-.2885775
_Icontries_60		1.364358	.6526729	2.09	0.037	.0841422	2.644574
_Icontries_61		-.9776147	.5306084	-1.84	0.066	-2.018401	.0631719
_Icontries_62		1.187308	.6277577	1.89	0.059	-.0440369	2.418652
_Icontries_63		-.3503425	.5204695	-0.67	0.501	-1.371242	.6705567
_Icontries_64		-2.366863	.531159	-4.46	0.000	-3.40873	-1.324996
_Icontries_65		-.6732706	.5204345	-1.29	0.196	-1.694101	.3475599
_Icontries_66		1.184982	.5258068	2.25	0.024	.1536135	2.21635
_Icontries_67		-1.863893	.5216345	-3.57	0.000	-2.887077	-.8407082
_Icontries_68		1.396577	.5872509	2.38	0.018	.2446863	2.548468
_Icontries_69		1.384722	.5844908	2.37	0.018	.2382455	2.531199
_Icontries_70		-.5912529	.6082718	-0.97	0.331	-1.784376	.6018702
_Icontries_71		-.2449095	.5250123	-0.47	0.641	-1.274719	.7849004
_Icontries_72		-.5039194	.5537358	-0.91	0.363	-1.59007	.5822315
_Icontries_73		.9191745	.5812401	1.58	0.114	-.2209261	2.059275
_Icontries_74		-1.753083	.5607376	-3.13	0.002	-2.852968	-.6531976
_Icontries_75		-1.246369	.5371139	-2.32	0.020	-2.299916	-.1928221
_Icontries_76		.2649991	.5709768	0.46	0.643	-.85497	1.384968
_Icontries_77		-1.854421	.5418862	-3.42	0.001	-2.917329	-.7915126
_Icontries_78		.7642885	.5429997	1.41	0.159	-.3008036	1.829381
_Icontries_79		-.9996516	.5237427	-1.91	0.056	-2.026971	.027668
_Icontries_80		.1686277	.5499759	0.31	0.759	-.9101482	1.247404
_Icontries_81		-1.271988	.5310503	-2.40	0.017	-2.313641	-.2303346
_Icontries_82		3.927434	.7382283	5.32	0.000	2.479401	5.375466
_Icontries_83		.2825007	.52438	0.54	0.590	-.7460689	1.31107
_Icontries_84		-.5631054	.6076814	-0.93	0.354	-1.75507	.6288596
_Icontries_85		.6882368	.5557432	1.24	0.216	-.4018516	1.778325
_Icontries_86		-2.257621	.5650253	-4.00	0.000	-3.365916	-1.149326
_Icontries_87		-2.049211	.5503229	-3.72	0.000	-3.128667	-.9697545
_Icontries_88		-2.285728	.5304577	-4.31	0.000	-3.326219	-1.245237
_Icontries_89		-2.009608	.5319984	-3.78	0.000	-3.053121	-.9660949
_Icontries_90		1.806858	.6064443	2.98	0.003	.6173198	2.996397
_Icontries_91		-2.533207	.551894	-4.59	0.000	-3.615745	-1.450669
_Icontries_92		-.3909242	.5180269	-0.75	0.451	-1.407032	.6251839
_Icontries_93		-2.145291	.5505888	-3.90	0.000	-3.225269	-1.065313
_Icontries_94		-1.623758	.5403118	-3.01	0.003	-2.683578	-.563938
_Icontries_95		-.9371538	.5348445	-1.75	0.080	-1.986249	.1119418
_Icontries_96		-1.57113	.5221609	-3.01	0.003	-2.595347	-.5469131
_Icontries_97		-1.190858	.5379041	-2.21	0.027	-2.245955	-.1357612
_Icontries_98		1.380944	.5850926	2.36	0.018	.2332871	2.528601
_Icontries_99		-.5473706	.5295729	-1.03	0.301	-1.586126	.4913848
_Icontries_100		-.8572902	.5405196	-1.59	0.113	-1.917518	.2029373
_Icontries_101		1.728194	.5207108	3.32	0.001	.7068216	2.749567
_Icontries_102		.5168293	.5586624	0.93	0.355	-.5789851	1.612644
_Icontries_103		.0036701	.5172911	0.01	0.994	-1.010995	1.018335
_Icontries_104		-1.51981	.5199713	-2.92	0.004	-2.539732	-.4998878
_Icontries_105		-.8865667	.5255962	-1.69	0.092	-1.917522	.1443884
_Icontries_106		-1.392988	.5315774	-2.62	0.009	-2.435676	-.3503011
_Icontries_107		-1.323819	.5259515	-2.52	0.012	-2.355471	-.2921671
_Icontries_108		-.833927	.5343171	-1.56	0.119	-1.881988	.2141342

_Icontries_109		1.604686	.5258952	3.05	0.002	.5731443	2.636228
_Icontries_110		-1.195814	.5297074	-2.26	0.024	-2.234833	-1.1567943
_Icontries_111		-.977479	.5262687	-1.86	0.063	-2.009753	.0547954
_Icontries_112		.2985628	.5659554	0.53	0.598	-.8115568	1.408682
_Icontries_113		1.090336	.5473221	1.99	0.047	.0167656	2.163906
_Icontries_114		-1.001776	.5205044	-1.92	0.054	-2.022743	.019192
_Icontries_115		-0.0739641	.5396229	-0.14	0.891	-1.132433	.9845044
_Icontries_116		-2.693847	.582472	-4.62	0.000	-3.836364	-1.55133
_Icontries_117		.3577825	.562091	0.64	0.525	-.7447572	1.460322
_Icontries_118		-1.03446	.5321623	-1.94	0.052	-2.078294	.0093746
_Icontries_119		1.125943	.564642	1.99	0.046	.0183999	2.233487
_Icontries_120		-2.281035	.5335628	-4.28	0.000	-3.327617	-1.234454
_Icontries_121		-.6304164	.5204722	-1.21	0.226	-1.651321	.390488
_Icontries_122		1.53753	.5535837	2.78	0.006	.451677	2.623382
_Icontries_123		.0417477	.5799106	0.07	0.943	-1.095745	1.17924
_Icontries_124		-2.051394	.535959	-3.83	0.000	-3.102676	-1.000112
_Icontries_125		.2618818	.53801	0.49	0.626	-.793423	1.317187
_Icontries_126		-1.155626	.5347222	-2.16	0.031	-2.204482	-1.1067707
_Icontries_127		1.492918	.6752195	2.21	0.027	.1684774	2.817359
_Icontries_128		.6312083	.5256808	1.20	0.230	-.3999129	1.662329
_Icontries_129		-1.008004	.5370742	-1.88	0.061	-2.061473	.0454656
_Icontries_130		-2.509423	.5759877	-4.36	0.000	-3.639221	-1.379625
_Icontries_131		-.691782	.5289232	-1.31	0.191	-1.729263	.345699
_Icontries_132		-1.249609	.5343723	-2.34	0.019	-2.297778	-.2014392
_Icontries_133		-2.096635	.5651618	-3.71	0.000	-3.205198	-.9880722
_Icontries_134		-.4550065	.5317457	-0.86	0.392	-1.498024	.5880109
_Icontries_135		1.888575	.5389078	3.50	0.000	.8315093	2.945641
_Icontries_136		.3729395	.5684463	0.66	0.512	-.7420661	1.487945
_Icontries_137		-.4757377	.522035	-0.91	0.362	-1.499708	.5482322
_Icontries_138		-1.191947	.5563245	-2.14	0.032	-2.283176	-1.1007188
_Icontries_139		-.9755827	.5228414	-1.87	0.062	-2.001134	.049969
_Icontries_140		-1.557192	.528417	-2.95	0.003	-2.59368	-.5207041
_Icontries_141		-.1201571	.5336357	-0.23	0.822	-1.166882	.9265674
_Icontries_142		-.619053	.5316866	-1.16	0.244	-1.661954	.4238484
_Icontries_143		-2.448886	.5324171	-4.60	0.000	-3.49322	-1.404551
_Icontries_144		-.1372361	.5889422	-0.23	0.816	-1.292444	1.017972
_Icontries_145		-.6907903	.5361635	-1.29	0.198	-1.742473	.3608925
_Icontries_146		-1.139232	.6088085	-1.87	0.061	-2.333408	.0549434
_Icontries_147		-.0625837	.5316087	-0.12	0.906	-1.105332	.9801649
_Icontries_148		2.791408	.5820708	4.80	0.000	1.649678	3.933137
_Icontries_149		3.844775	.6583715	5.84	0.000	2.553381	5.136168
_Icontries_150		.4092782	.5641591	0.73	0.468	-.6973181	1.515874
_Icontries_151		1.576011	.5867932	2.69	0.007	.4250177	2.727004
_Icontries_152		1.022813	.5714983	1.79	0.074	-.0981794	2.143805
_Icontries_153		.89657	.5483353	1.64	0.102	-.1789879	1.972128
_Icontries_154		1.558015	.5548673	2.81	0.005	.4696448	2.646386
_Icontries_155		1.557632	.618172	2.52	0.012	.3450898	2.770174
_Icontries_156		-.9081996	.5488826	-1.65	0.098	-1.984831	.1684318
_Icontries_157		-.0226173	.5172037	-0.04	0.965	-1.037111	.9918759
_Icontries_158		.1541077	.5170674	0.30	0.766	-.8601184	1.168334
_Icontries_159		3.035882	.6017818	5.04	0.000	1.855489	4.216275
_Icontries_160		1.265499	.5837046	2.17	0.030	.1205641	2.410433
_Icontries_161		4.617476	.52305	8.83	0.000	3.591515	5.643437
_Icontries_162		2.217747	.6709437	3.31	0.001	.9016931	3.533801
_Icontries_163		1.951155	.5324357	3.66	0.000	.9067842	2.995526
_Icontries_164		1.871881	.6526759	2.87	0.004	.5916589	3.152102
_Icontries_165		1.394833	.5397824	2.58	0.010	.3360511	2.453614
_Icontries_166		.6383566	.6061513	1.05	0.292	-.5506071	1.82732
_Icontries_167		1.304991	.5546589	2.35	0.019	.2170297	2.392953
_Icontries_168		2.863639	.6867789	4.17	0.000	1.516525	4.210753
_Icontries_169		-.3266789	.5656867	-0.58	0.564	-1.436272	.7829137
_Icontries_170		-1.343404	.5262211	-2.55	0.011	-2.375585	-.3112234
_Icontries_171		1.676782	.5891042	2.85	0.004	.5212563	2.832308
_Icontries_172		.9378869	.5199979	1.80	0.071	-.0820872	1.957861
_Icontries_173		.7910869	.5308989	1.49	0.136	-.2502695	1.832443
_Icontries_174		2.349256	.5671491	4.14	0.000	1.236795	3.461717
_Icontries_175		2.051083	.5197549	3.95	0.000	1.031586	3.070581
_Icontries_176		-1.190348	.5424546	-2.19	0.028	-2.254371	-.1263252
_Icontries_177		.2778918	.5223713	0.53	0.595	-.7467377	1.302521
_Icontries_178		3.762149	.600321	6.27	0.000	2.584621	4.939677
_Icontries_179		-1.86366	.523295	-3.56	0.000	-2.890101	-.8372186
_Icontries_180		-.1435874	.5371903	-0.27	0.789	-1.197284	.9101097
_Icontries_181		.1283276	.6270766	0.20	0.838	-1.101681	1.358336
_Icontries_182		1.00612	.5631896	1.79	0.074	-.0985749	2.110814
_Icontries_183		-1.496931	.5258704	-2.85	0.004	-2.528424	-.4654382
_Icontries_184		-1.45895	.5166702	-2.82	0.005	-2.472396	-.4455026
_Icontries_185		-1.480085	.5218243	-2.84	0.005	-2.503641	-.4565281

_Icontries_186		.7537192	.5510894	1.37	0.172	-.3272409	1.834679
_Icontries_187		-2.682453	.5696771	-4.71	0.000	-3.799873	-1.565034
_Icontries_188		-.2342717	.5197541	-0.45	0.652	-1.253768	.7852243
_Icontries_189		-2.392727	.547661	-4.37	0.000	-3.466963	-1.318492
_Icontries_190		-.6778253	.5384042	-1.26	0.208	-1.733903	.3782526
_Icontries_191		.8856713	.5295527	1.67	0.095	-.1530445	1.924387
_Icontries_192		2.259684	.6075324	3.72	0.000	1.068011	3.451356
_Icontries_193		1.955852	.5991228	3.26	0.001	.7806744	3.131029
_Icontries_194		2.973974	.6818174	4.36	0.000	1.636591	4.311356
_cons		8.785059	1.239752	7.09	0.000	6.35329	11.21683

### 3- نتائج نموذج الآثار العشوائية Random effects estimator

```
. xtreg $ylist $xlist, re theta

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       1746
Group variable: ID                        Number of groups =        194

R-sq:  within = 0.0573                    Obs per group:  min =         9
        between = 0.0026                   avg =          9.0
        overall = 0.0215                   max =          9

Wald chi2(3) =          89.55
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0000
theta      = .66672187
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
PBV						
SIZE		.0295911	.1013159	0.29	0.770	-.1689845 .2281667
INF		7.320658	.7738277	9.46	0.000	5.803984 8.837333
TD		.013059	.2922359	0.04	0.964	-.5597129 .5858308
_cons		1.386109	.5159162	2.69	0.007	.3749322 2.397287
sigma_u		1.0327499				
sigma_e		1.0951926				
rho		.47068108	(fraction of variance due to u_i)			

### 4- نتائج اختبار مضاعف لانجرج Breusch-Pagan LM test

```
. * ===== Breusch-Pagan LM test for: random effects ** vs.** OLS =====
. quietly xtreg $ylist $xlist, re
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

PBV[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]

Estimated results:
-----+-----
          |          Var          sd = sqrt(Var)
PBV | 2.397977          1.54854
e | 1.199447          1.095193
u | 1.066572          1.03275

Test:  Var(u) = 0
          chibar2(01) = 1461.68
          Prob > chibar2 = 0.0000
```

**5- نتائج اختبار هوسمان Hausman test**

```
. hausman fixed random

----- Coefficients -----
      |          (b)          (B)          (b-B)          sqrt(diag(V_b-V_B))
      |          fixed          random          Difference          S.E.
-----+-----+-----+-----+-----+-----
SIZE | -1.429302          .0295911          -1.458893          .2242308
INF  |  6.904389          7.320658          -.4162692          .2552773
TD   |  .5769294          .013059          .5638705          .1891517
-----+-----+-----+-----+-----+-----
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =          54.38
      Prob>chi2 =          0.0000
```

**6- نتائج نموذج اختبار ووليد المعدل لاختبار ثبات التباين Testing for heteroskedasticity**

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (194) = 4.8e+05
Prob>chi2 = 0.0000
```

**7- نتائج اختبار ووليدريدج للارتباط الذاتي test for autocorrelation**

```
. xtserial $ylist $xlist

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1, 193) = 16.305
      Prob > F = 0.0001
```

**8- نتائج نموذج Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors**

```
. xi: xtpcse $ylist $xlist i.contries, correlation(ar1)
i.contries _Icontries_1-194 (_Icontries_1 for con~s==A SAFFA FOODS omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])
```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```
Group variable: ID          Number of obs = 1746
Time variable: year        Number of groups = 194
Panels: correlated (balanced)  Obs per group: min = 9
Autocorrelation: common AR(1)  avg = 9
                                max = 9
Estimated covariances = 18915  R-squared = 0.4794
Estimated autocorrelations = 1  Wald chi2(11) = 287.68
Estimated coefficients = 197    Prob > chi2 = 0.0000
```

```
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----
      |          Panel-corrected
      |          Coef.  Std. Err.  z  P>|z|  [95% Conf. Interval]
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----
SIZE | -1.493097  .4583464  -3.26  0.001  -2.39144  -0.5947546
INF  |  6.166063  1.412969  4.36  0.000  3.396695  8.93543
TD   |  .8326755  .3871918  2.15  0.032  .0737934  1.591558
_Icontries_2 | 2.256564  1.122806  2.01  0.044  .0559039  4.457224
_Icontries_3 | -0.0583851  .7354233  -0.08  0.937  -1.499788  1.383018
```

_Icontries_4		.1269827	.6839808	0.19	0.853	-1.213595	1.467561
_Icontries_5		-1.635863	.4928396	-3.32	0.001	-2.601811	-.6699149
_Icontries_6		1.962266	.6544238	3.00	0.003	.6796186	3.244913
_Icontries_7		-2.208274	.9347725	-2.36	0.018	-4.040394	-.3761534
_Icontries_8		-2.573613	.7221668	-3.56	0.000	-3.989034	-1.158192
_Icontries_9		.4314351	.3385774	1.27	0.203	-.2321644	1.095035
_Icontries_10		.8840572	.3052578	2.90	0.004	.2857629	1.482352
_Icontries_11		-1.411951	.2778402	-5.08	0.000	-1.956508	-.8673945
_Icontries_12		1.081347	1.416715	0.76	0.445	-1.695363	3.858057
_Icontries_13		-.4035844	.5758667	-0.70	0.483	-1.532262	.7250936
_Icontries_14		-2.301799	.6334544	-3.63	0.000	-3.543347	-1.060251
_Icontries_15		-2.354452	.5591826	-4.21	0.000	-3.450429	-1.258474
_Icontries_16		.2230078	.4534121	0.49	0.623	-.6656636	1.111679
_Icontries_17		2.460019	1.052172	2.34	0.019	.3977992	4.522238
_Icontries_18		3.002501	1.92584	1.56	0.119	-.7720767	6.777078
_Icontries_19		-1.626617	.5024752	-3.24	0.001	-2.61145	-.6417838
_Icontries_20		-.9135278	.7469874	-1.22	0.221	-2.377596	.5505406
_Icontries_21		3.782819	.8785841	4.31	0.000	2.060826	5.504813
_Icontries_22		-.3757607	1.481588	-0.25	0.800	-3.279621	2.528099
_Icontries_23		1.318986	.6899541	1.91	0.056	-.0332991	2.671271
_Icontries_24		.2939127	.3949184	0.74	0.457	-.480113	1.067938
_Icontries_25		-.4893181	.6220119	-0.79	0.431	-1.708439	.7298027
_Icontries_26		.4808821	.3909026	1.23	0.219	-1.2852728	1.247037
_Icontries_27		-2.59675	.5830646	-4.45	0.000	-3.739535	-1.453964
_Icontries_28		-2.29466	.6419921	-3.57	0.000	-3.552942	-1.036379
_Icontries_29		-1.332351	.6435117	-2.07	0.038	-2.59361	-.0710909
_Icontries_30		-1.526389	.5213942	-2.93	0.003	-2.548303	-.5044748
_Icontries_31		3.737645	1.122746	3.33	0.001	1.537104	5.938186
_Icontries_32		.4666757	.7557942	0.62	0.537	-1.014654	1.948005
_Icontries_33		-1.512546	.4863542	-3.11	0.002	-2.465783	-.5593093
_Icontries_34		-.5693633	.327138	-1.74	0.082	-1.210542	.0718153
_Icontries_35		2.525208	2.633475	0.96	0.338	-2.636308	7.686724
_Icontries_36		-2.207865	.6150133	-3.59	0.000	-3.413269	-1.002461
_Icontries_37		-1.848324	.4667788	-3.96	0.000	-2.763194	-.9334545
_Icontries_38		-.1276598	.4937643	-0.26	0.796	-1.09542	.8401005
_Icontries_39		-1.925689	.5808613	-3.32	0.001	-3.064156	-.7872221
_Icontries_40		7.378895	.6844424	10.78	0.000	6.037412	8.720377
_Icontries_41		2.477411	.8249732	3.00	0.003	.8604934	4.094329
_Icontries_42		-2.058418	.6156535	-3.34	0.001	-3.265077	-.8517597
_Icontries_43		-1.97031	.5910645	-3.33	0.001	-3.128775	-.8118443
_Icontries_44		-2.052926	.508909	-4.03	0.000	-3.05037	-1.055483
_Icontries_45		-.5225518	.530892	-0.98	0.325	-1.563081	.5179774
_Icontries_46		-1.035475	.5068104	-2.04	0.041	-2.028805	-.0421453
_Icontries_47		-1.939121	.5017956	-3.86	0.000	-2.922622	-.9556196
_Icontries_48		.5110046	.6951753	0.74	0.462	-.8515139	1.873523
_Icontries_49		-1.758379	.5946085	-2.96	0.003	-2.92379	-.5929679
_Icontries_50		-1.198298	.462851	-2.59	0.010	-2.10547	-.2911268
_Icontries_51		.5211024	.528179	0.99	0.324	-.5141094	1.556314
_Icontries_52		1.631615	.6888177	2.37	0.018	.2815568	2.981673
_Icontries_53		1.420751	.8771219	1.62	0.105	-.2983762	3.139878
_Icontries_54		.498232	.4730959	1.05	0.292	-.4290189	1.425483
_Icontries_55		-1.476674	.5841112	-2.53	0.011	-2.621511	-.3318367
_Icontries_56		-.3097288	.8036998	-0.39	0.700	-1.884951	1.265494
_Icontries_57		-.6614392	.7530618	-0.88	0.380	-2.137413	.8145348
_Icontries_58		2.662974	.9407155	2.83	0.005	.8192055	4.506743
_Icontries_59		-1.202202	.5476833	-2.20	0.028	-2.275641	-.1287623
_Icontries_60		1.534471	.9050959	1.70	0.090	-.2394845	3.308426
_Icontries_61		-.8553427	.6254398	-1.37	0.171	-2.081182	.3704967
_Icontries_62		1.35221	.8830971	1.53	0.126	-.3786284	3.083048
_Icontries_63		-.4131206	.7569667	-0.55	0.585	-1.896748	1.070507
_Icontries_64		-2.410009	.4934049	-4.88	0.000	-3.377065	-1.442953
_Icontries_65		-.6482172	.5816491	-1.11	0.265	-1.788228	.491794
_Icontries_66		1.370453	.7896742	1.74	0.083	-.1772804	2.918186
_Icontries_67		-1.897078	.5727398	-3.31	0.001	-3.019627	-.7745284
_Icontries_68		1.510351	.9335179	1.62	0.106	-.3193103	3.340013
_Icontries_69		1.641929	1.017214	1.61	0.106	-.3517732	3.635631
_Icontries_70		-.5203059	.9153351	-0.57	0.570	-2.31433	1.273718
_Icontries_71		-.185654	.4840602	-0.38	0.701	-1.134395	.7630864
_Icontries_72		-.3165663	.5934922	-0.53	0.594	-1.47979	.8466571
_Icontries_73		.9853899	.7613257	1.29	0.196	-.5067811	2.477561
_Icontries_74		-1.765245	.6485993	-2.72	0.006	-3.036476	-.4940138
_Icontries_75		-1.272176	.413912	-3.07	0.002	-2.083428	-.460923
_Icontries_76		.3506895	.510485	0.69	0.492	-.6498428	1.351222
_Icontries_77		-1.78122	.5119894	-3.48	0.001	-2.7847	-.7777387
_Icontries_78		.8173037	.9102087	0.90	0.369	-.9666726	2.60128
_Icontries_79		-.9239254	.5421216	-1.70	0.088	-1.986464	.1386134
_Icontries_80		.2872318	.5500511	0.52	0.602	-.7908487	1.365312

_Icontries_81	-1.244102	.3933382	-3.16	0.002	-2.01503	-.4731728
_Icontries_82	4.107896	1.05724	3.89	0.000	2.035743	6.180048
_Icontries_83	.1603164	1.481269	0.11	0.914	-2.742917	3.063549
_Icontries_84	-.5556265	.8320656	-0.67	0.504	-2.186445	1.075192
_Icontries_85	.8709185	.8497824	1.02	0.305	-.7946244	2.536461
_Icontries_86	-2.285413	.6766469	-3.38	0.001	-3.611617	-.9592098
_Icontries_87	-1.957094	.575161	-3.40	0.001	-3.084389	-.8297994
_Icontries_88	-2.230537	.5262516	-4.24	0.000	-3.261971	-1.199103
_Icontries_89	-2.008207	.6584547	-3.05	0.002	-3.298754	-.7176596
_Icontries_90	1.894883	1.173631	1.61	0.106	-.405392	4.195158
_Icontries_91	-2.521433	.622418	-4.05	0.000	-3.74135	-1.301516
_Icontries_92	-.4102538	.7024541	-0.58	0.559	-1.787039	.966531
_Icontries_93	-2.200353	.6909271	-3.18	0.001	-3.554545	-.846161
_Icontries_94	-1.545857	.6132027	-2.52	0.012	-2.747713	-.3440023
_Icontries_95	-.8322749	.4772673	-1.74	0.081	-1.767702	1.031518
_Icontries_96	-1.528255	.5377237	-2.84	0.004	-2.582174	-.4743361
_Icontries_97	-1.139712	.5796721	-1.97	0.049	-2.275849	-.0035758
_Icontries_98	1.446817	.8369942	1.73	0.084	-.193661	3.087296
_Icontries_99	-.4474985	.6974744	-0.64	0.521	-1.814523	.9195262
_Icontries_100	-.7723678	.5865672	-1.32	0.188	-1.922018	.3772829
_Icontries_101	1.816457	.6464209	2.81	0.005	.5494958	3.083419
_Icontries_102	.6321958	.6069587	1.04	0.298	-.5574215	1.821813
_Icontries_103	-.0829465	.5847031	-0.14	0.887	-1.228944	1.063051
_Icontries_104	-1.530983	.5098816	-3.00	0.003	-2.530333	-.5316338
_Icontries_105	-.8406191	.5797699	-1.45	0.147	-1.976947	.295709
_Icontries_106	-1.297053	.6085089	-2.13	0.033	-2.489709	-.104398
_Icontries_107	-1.218973	.5802032	-2.10	0.036	-2.35615	-.0817957
_Icontries_108	-.7044846	.5233235	-1.35	0.178	-1.73018	.3212107
_Icontries_109	1.896782	1.556289	1.22	0.223	-1.153488	4.947052
_Icontries_110	-1.069216	.5165751	-2.07	0.038	-2.081685	-.0567476
_Icontries_111	-.851673	.5994699	-1.42	0.155	-2.026612	.3232664
_Icontries_112	.5069617	.5847887	0.87	0.386	-.639203	1.653126
_Icontries_113	1.211037	.5123239	2.36	0.018	.2069004	2.215173
_Icontries_114	-.9158432	.6686433	-1.37	0.171	-2.22636	.3946735
_Icontries_115	.1016077	.4737014	0.21	0.830	-.8268301	1.030045
_Icontries_116	-2.749639	.6355007	-4.33	0.000	-3.995198	-1.504081
_Icontries_117	.439053	.6618976	0.66	0.507	-.8582424	1.736348
_Icontries_118	-.9413721	.5271108	-1.79	0.074	-1.97449	.0917461
_Icontries_119	1.196303	.6156441	1.94	0.052	-.0103369	2.402944
_Icontries_120	-2.250503	.5767264	-3.90	0.000	-3.380866	-1.12014
_Icontries_121	-.6356903	.6127084	-1.04	0.299	-1.836577	.565196
_Icontries_122	1.799036	.7397306	2.43	0.015	.3491905	3.248881
_Icontries_123	.1697946	.6534841	0.26	0.795	-1.111011	1.4506
_Icontries_124	-1.935592	.5500327	-3.52	0.000	-3.0113636	-.8575473
_Icontries_125	.4050705	.6019885	0.67	0.501	-.7748053	1.584946
_Icontries_126	-1.0755	.6039685	-1.78	0.075	-2.259257	.1082564
_Icontries_127	1.55767	1.149596	1.35	0.175	-.6954969	3.810837
_Icontries_128	.7284797	.5140009	1.42	0.156	-.2289436	1.735903
_Icontries_129	-.9047071	.4936276	-1.83	0.067	-1.8722	.0627853
_Icontries_130	-2.580992	.8184427	-3.15	0.002	-4.185111	-.9768742
_Icontries_131	-.6317772	.5328723	-1.19	0.236	-1.676188	.4126334
_Icontries_132	-1.126409	.6795833	-1.66	0.097	-2.458368	.2055498
_Icontries_133	-2.029636	.7449104	-2.72	0.006	-3.489634	-.5696384
_Icontries_134	-.5814756	.7517582	-0.77	0.439	-2.054895	.8919435
_Icontries_135	2.016883	1.08916	1.85	0.064	-.1178319	4.151597
_Icontries_136	.491856	.5584942	0.88	0.378	-.6027724	1.586484
_Icontries_137	-.4353151	.4006125	-1.09	0.277	-1.220501	.349871
_Icontries_138	-1.168348	.4677663	-2.50	0.012	-2.085153	-.2515434
_Icontries_139	-.9352144	.3499007	-2.67	0.008	-1.621007	-.2494217
_Icontries_140	-1.510943	.4464947	-3.38	0.001	-2.386057	-.6358295
_Icontries_141	-.0720813	.4131475	-0.17	0.861	-.8818356	.7376731
_Icontries_142	-.661654	1.177829	-0.56	0.574	-2.970156	1.646848
_Icontries_143	-2.407525	.4857552	-4.96	0.000	-3.359587	-1.455462
_Icontries_144	.0207367	.6486011	0.03	0.974	-1.250498	1.291971
_Icontries_145	-.5430888	.5288607	-1.03	0.304	-1.579637	.4934592
_Icontries_146	-1.255908	1.152023	-1.09	0.276	-3.513833	1.002016
_Icontries_147	.0121705	.475283	0.03	0.980	-.9193671	.9437081
_Icontries_148	2.979955	.5808469	5.13	0.000	1.841516	4.118394
_Icontries_149	3.792354	1.370153	2.77	0.006	1.106903	6.477805
_Icontries_150	.5133639	.5226217	0.98	0.326	-.5109558	1.537684
_Icontries_151	1.690397	.621431	2.72	0.007	.4724149	2.90838
_Icontries_152	1.084117	.5785356	1.87	0.061	-.0497922	2.218026
_Icontries_153	1.073243	1.325276	0.81	0.418	-1.524251	3.670737
_Icontries_154	1.650934	.6610873	2.50	0.013	.3552262	2.946641
_Icontries_155	1.687386	.8527205	1.98	0.048	.0160844	3.358687
_Icontries_156	-.8256114	.5179768	-1.59	0.111	-1.840827	.1896045
_Icontries_157	-.0496604	.2465683	-0.20	0.840	-.5329253	.4336045

_Icontries_158		.2190096	.6403047	0.34	0.732	-1.035965	1.473984
_Icontries_159		3.183302	.66078	4.82	0.000	1.888197	4.478407
_Icontries_160		1.426674	.5604471	2.55	0.011	.3282174	2.52513
_Icontries_161		4.809969	.9773041	4.92	0.000	2.894488	6.72545
_Icontries_162		2.329214	.9475878	2.46	0.014	.4719759	4.186452
_Icontries_163		2.033931	.6302622	3.23	0.001	.7986401	3.269222
_Icontries_164		2.001293	.9105768	2.20	0.028	.2165958	3.785991
_Icontries_165		1.446771	.761889	1.90	0.058	-.0465045	2.940046
_Icontries_166		.8258214	.6435112	1.28	0.199	-.4354373	2.08708
_Icontries_167		1.554499	.585147	2.66	0.008	.4076315	2.701366
_Icontries_168		3.022409	.8866481	3.41	0.001	1.284611	4.760207
_Icontries_169		-.2293242	.6484905	-0.35	0.724	-1.500342	1.041694
_Icontries_170		-1.25828	.4381598	-2.87	0.004	-2.117058	-.3995029
_Icontries_171		1.905632	.6534094	2.92	0.004	.6249734	3.186291
_Icontries_172		1.100574	1.271493	0.87	0.387	-1.391506	3.592655
_Icontries_173		.7873951	.5547781	1.42	0.156	-.29995	1.87474
_Icontries_174		2.787473	1.262383	2.21	0.027	.3132483	5.261697
_Icontries_175		2.039962	.3182201	6.41	0.000	1.416262	2.663662
_Icontries_176		-1.102188	.4808084	-2.29	0.022	-2.044555	-.1598208
_Icontries_177		.3022605	.5042253	0.60	0.549	-.686003	1.290524
_Icontries_178		3.910297	.6174315	6.33	0.000	2.700153	5.12044
_Icontries_179		-1.832649	.534364	-3.43	0.001	-2.879983	-.7853145
_Icontries_180		-.0828839	.4855061	-0.17	0.864	-1.034458	.8686906
_Icontries_181		.3236402	.8214867	0.39	0.694	-1.286444	1.933725
_Icontries_182		1.185902	.6721	1.76	0.078	-.13139	2.503194
_Icontries_183		-1.468666	.4503604	-3.26	0.001	-2.351356	-.5859758
_Icontries_184		-1.430053	.4645033	-3.08	0.002	-2.340463	-.5196435
_Icontries_185		-1.474758	.3725611	-3.96	0.000	-2.204964	-.7445513
_Icontries_186		.9461677	.6769403	1.40	0.162	-.3806109	2.272946
_Icontries_187		-2.646853	.6667611	-3.97	0.000	-3.953681	-1.340025
_Icontries_188		-.1650734	.3330864	-0.50	0.620	-.8179107	.4877638
_Icontries_189		-2.332982	.5674337	-4.11	0.000	-3.445131	-1.220832
_Icontries_190		-.5579482	.6707848	-0.83	0.406	-1.872662	.7567658
_Icontries_191		1.085901	.6778223	1.60	0.109	-.2426064	2.414408
_Icontries_192		2.480658	.7796887	3.18	0.001	.9524962	4.00882
_Icontries_193		2.133977	.6784625	3.15	0.002	.8042153	3.463739
_Icontries_194		3.078958	1.030989	2.99	0.003	1.058256	5.09966
_cons		9.039424	2.290369	3.95	0.000	4.550384	13.52846
-----							
rho		.2867803					
-----							

# قائمة المراجع



## I- المراجع باللغة العربية

## أولاً : الكتب

1. أجين برغام، الإدارة المالية : أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ترجمة محمود فتوح وعمر عبد الكريم، الجزء الثاني، ط1، شعاع للنشر والعلوم، ، حلب، سورية، 2010.
2. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، ط1، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
3. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010.
4. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية ) : دروس وتطبيقات، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
5. بريان كويل، هيكل رأس مال الشركات، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
6. جليل كاظم مدلول العرضي، الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
7. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1987.
8. جميل أحمد توفيق ومحمد صالح الحناوي، الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، مصر، 1983.
9. حسين علي بخيت و سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
10. حمزة الشمخي وإبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 1998.
11. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
12. خالد الراوي وعبد الله بركات ونضال الرمحي ، نظرية التمويل الدولي، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
13. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007.
14. رولف كارلسون، الملكية وتوليد القيمة: التوجّه الاستراتيجي الجديد للشركات في الاقتصاد الجديد، ترجمة نور الدين شيخ عبيد، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002.
15. زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، ط1، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009.
16. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.

17. سالم صلال الحسنوي، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
18. سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية: مدخل حديث، ط1، المكتبة العصرية، القاهرة، مصر 2010.
19. سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، ط1، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
20. سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2009.
21. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، ط1، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، القاهرة، مصر، 1997.
22. صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة المفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
23. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
24. عبد الحليم غربي، نظام المشاركة ومؤسساته المصرفية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، 2015، متاح على الموقع: <https://kantakji.com/media/176032/participative-banks.pdf>
25. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، ط2، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
26. عبد الرحمان عطية، المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي، ط2، دار النشر جيطلي، برج بوعريريج، الجزائر، 2011.
27. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
28. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
29. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
30. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
31. فرد وستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عدنان داغستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، الجزء الأول، ط1، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2003.
32. فيصل محمود الشواوة، مبادئ الإدارة المالية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
33. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، ج1، ط1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، 2011.

34. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، ج2، ط1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، 2011.
35. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، ط2، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2004.
36. محمد الفاتح المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017.
37. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، ط1، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000.
38. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.
39. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
40. محمد علي شهيبي، الأصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية، شركة مطابع الطنطاوي، القاهرة، مصر، 1986.
41. محمد محمود المكاوي، أسس التمويل المصرفي الإسلامي بين المخاطرة والسيطرة، ط1، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2009.
42. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
43. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
44. مصطفى يوسف كافي، إدارة رأس المال العامل، ط1، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2017.
45. منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، ط1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالالمبور، ماليزيا، 2011.
46. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
47. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر - ، ط6، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
48. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مركز دالتا للصناعة، الإسكندرية مصر، 1996.
49. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
50. مهدي عطية الجبوري، أساسيات تمويل الشركات، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
51. هيثم عجاج، التمويل الدولي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

52. أحمد أمين سعد الله، سياسة تمويل المؤسسة في ظل سياسية اقتصاد السوق: مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010.
53. أيمن عبد الكريم زعيبي، محددات هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في الأسواق المالي: حالة الأردن ودول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2014.
54. بن حمو عصمت محمد، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
55. بهاء صبحي عواد، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، أطروحة دكتوراه، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن، 2011.
56. جلال ابراهيم العبد، العوامل المؤثرة على تشكيل الهيكل التمويلي في شركات القطاع العام التابع لوزارة الصناعة، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الاسكندرية، مصر، 1992.
57. جميل بدير الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1995.
58. سلمى على الدين سيد أحمد، أثر قانون قطاع الأعمال على العوامل المؤثرة في الهياكل التمويلية للشركات: دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأعمال العام للغزل والنسيج، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2000.
59. شعبان محمد عقيل شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2016.
60. شهيناز بدرابي، تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.
61. شوقي بورقية، الكفاءة التشغيلية للمصارف الاسلامية: دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2011.
62. عبد الله حمود الخشاب، هيكل رأس المال وأثره على سعر السهم في الشركات الصناعية الكويتية المدرجة في البورصة الكويتية (2007-2014)، رسالة ماجستير، كلية إدارة الدراسات العليا، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2016.

63. عزوز علي، آليات ومتطلبات تفعيل التنسيق الضريبي العربي: الواقع والتحديات، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2014.
64. عهود عبد الحفيظ على خصاونة ، هيكل الملكية وأثره في تحديد هيكل رأس المال في الشركات الأردنية المساهمة العامة: دراسة تطبيقية (2000-2003)، أطروحة دكتوراه، كلية عمان العربية للدراسات العليا، جامعة الدراسات الادارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2006.
65. فداء موسى محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 2014.
66. محمد جبوري، تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
67. مروان محمد عايد أبو حمور، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف الاسلامية الأردنية : دراسة تطبيقية من (2000 - 2011)، اطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الاسلامية، عمان، الأردن، 2014.
68. مصطفى عبد الله أحمد القضاة، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 2008.
69. موفق رفاعي عبد الرحمان هنانده، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996 - 2006)، أطروحة دكتوراه، كلية عمان العربية للدراسات العليا، جامعة الدراسات الادارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2007.
70. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
71. ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
- ثالثا: المقالات المنشورة في مجالات علمية محكمة**
72. أيمن زيد وأمينة بوزراع، صيغ التمويل الإسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، ع11، المركز الجامعي تانراست، الجزائر، 2017.

73. بلخير بكاري وعبد الرحمان دغموم، "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية: دراسة تطبيقية لعيّنة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)"، مجلة دراسات، ع 28، جامعة الأغواط، الجزائر، جانفي 2017.
74. توفيق عبد الجليل، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية للأعمال، م10، ع3، الجامعة الأردنية. عمان، الأردن، 2014.
75. حسن جميل النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر، سلسلة العلوم الإنسانية، م15، ع1، غزة، فلسطين، جوان 2013.
76. سلمى ثابت ذاکر الآلوسي و ديان حميد مجيد الربيعاوي، دراسة مقارنة لبعض طرائق تقدير مصفوفة التباين والتباين المشترك الحصينة للمعلومات المقدرّة بطريقة (OLS) في البيانات المقطعية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، كلية الإدارة والاقتصاد، م23، ع98، جامعة بغداد، العراق، 2017.
77. شهاب الدين حمد النعمي، استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، م18، ع68، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2012.
78. عابد حسن رشيد المزروعي ومحمد حويش وعلاوي الشجيري، أثر جودة الإبلاغ المالي في قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ع 26، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، بغداد، العراق، 2010.
79. عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية من 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية كلية الادارة والاقتصاد، م10، ع37، البصرة، العراق، 2014.
80. علاء عبد الحسين صالح الساعدي، هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه، مجلة الاقتصاد الخليجي، ع23، جامعة البصرة، العراق، 2012.
81. علاء بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات، ع12، العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، 2014.
82. عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2000-2006)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، م7، ع2، عمان، الأردن، 2011.
83. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، كلية الإدارة والاقتصاد، م23، ع99، جامعة بغداد، العراق، 2017.

84. عمار حمد خلف، قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، م17، ع64، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2011.
85. غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة دراسات، العلوم الادارية، الجامعة الأردنية، م38، ع2، عمان، الأردن، 2011.
86. فيحاء عبد الله يعقوب و عماد عامر حسين، تفعيل مقاييس الاداء المالي على أساس القيمة وانعكاسها على اداء الشركات في ظل الحوكمة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، م9، ع26، جامعة بغداد، العراق، 2014.
87. مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها: دراسة تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، م5، ع5، جامعة بغداد، العراق، 2010.
88. نوال بن عمارة، لصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين، مجلة الباحث، ع9، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011.
89. يوسف عبد الله عبد، دور الجهاز المصرفي في تطوير السوق الأولية في الأردن لمدة 1989-2012، مجلة الإدارة والاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ع100، بغداد، العراق، 2014.

#### رابعاً: ملتقيات وأوراق عمل

90. زينات وداحي ونعيمة غلاب، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، مداخلة في الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر، ص166.
91. عبد الفتاح بوخمخ، نظريات الفكر الإداري تطور وتباين ام تنوع وتكامل، المؤتمر العلمي الدولي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 2012.
92. كمال قاسمي و وسيلة سعود، نظرة على مراقبة التسيير كآلية من آليات حوكمة الشركات، ملتقى وطني حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2017.
93. مجدي الشوريجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بو علي، شلف، الجزائر، نوفمبر 2011.

94. محمد طرشي وصفية يخلف، أهمية مراقبة التسيير كآلية لتحسين الأداء المالي في ظل تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، الملتقى الوطني حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2017.

#### خامسا: منشورات وتقارير

95. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008.
96. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009.
97. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010.
98. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011.
99. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012.
100. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013.
101. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014.
102. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015.
103. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016.
104. حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، ع79، الكويت، ديسمبر 2004.
105. سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، موقع توعية المستثمر المصري، إصدارات الهيئة العامة للرقابة المالية في البورصة المصرية، جوان 2010، متاح على الموقع: <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/PDFs/Risk%20capital.pdf>
106. منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي - تحليل فقهي واقتصادي: بحث تحليلي رقم 13، ط3، منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2004، ص12.
107. هبة عبد المنعم، انعكاسات تنامي صناعة الصيرفة الإسلامية على إدارة السياسة النقدية في الدول العربية، دراسات اقتصادية، ع35، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، أوت 2016.
108. هشام فوزي العبادي، الهندسة المالية بالتركيز على الخيارات نحو سوق مال: مدخل إسلامي، متاح على الموقع: [www.docstoc.com/doc](http://www.docstoc.com/doc)

#### سادسا: قوانين ومراسيم

109. المادة 2 من الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالاعتماد التأجيري، نشر في الصفحة 25 من العدد (03) من الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، بتاريخ 14 جانفي 1996.
110. القانون التجاري الجزائري، المادة 688 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.



سابعاً: المواقع الالكترونية

111. اتحاد المصارف العربية [www.uabonline.org/ar/research/banking](http://www.uabonline.org/ar/research/banking)
112. بورصة أبوظبي <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/default.aspx>
113. بورصة البحرين [www.bahrainbourse.com/ar/home](http://www.bahrainbourse.com/ar/home)
114. بورصة الجزائر [www.sgbv.dz/ar](http://www.sgbv.dz/ar)
115. بورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/index.aspx>
116. بورصة الكويت <https://www.boursakuwait.com.kw/>
117. البورصة المصرية [www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx](http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx)
118. بورصة بيروت [www.bse.com.lb/](http://www.bse.com.lb/)
119. بورصة تونس [www.bvmt.com.tn/ar](http://www.bvmt.com.tn/ar)
120. بورصة دبي [marketwatch.dfm.ae/ar](http://marketwatch.dfm.ae/ar)
121. بورصة عمان <https://www.ase.com.jo/ar>
122. السوق المالي السعودي <https://www.tadawul.com.sa/>
123. سوق مسقط للأوراق المالية <https://msm.gov.om>
124. صندوق النقد الدولي <http://www.imf.org/external/french/index.htm>
125. صندوق النقد العربي [www.amf.org.ae/ar](http://www.amf.org.ae/ar)

## II - المراجع باللغة الفرنسية

### Livres

1. A. A Robichek, S.C Myers, **la préparation des décisions financières**, Dunod, Paris, France, 1969.
2. Alain Capiez , **Eléments de gestion financière**, 4<sup>ème</sup> édition, Masson, Paris, France, 1995.
3. Alain Grimellet et Christian Lefebvre, **l'endettement de l'entreprise, Politique et Gestion**, Les éditions d'Organisation, Paris, France, 1978.
4. Alain Marion, **Analyse financière : Concepts et méthodes**, Dunod , Paris, France, 1998.
5. Alain Sayag, Michel Jeantin, **l'endettement mode de financement des entreprises**, LITEC , Paris, France, 1997.

6. Andrew Black, Philip Wright, John Bachman, **Gestion de la valeur actionnariale**, Dunod, Paris, France, 1999.
7. Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise : théorie et pratique**, Traduit par Gérard Hirigoyen, 2<sup>ème</sup> édition , Nouveaux Horizons, Paris, France,2007.
8. Bruno Solnik, **Gestion Financière**, 6<sup>ème</sup> édition, Dunod , Paris, France,2001.
9. Edith Ginglinger, **Les décisions de financement des entreprises**, Editon Nathan, Paris, France, 1997.
10. Elie Cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, EDICEF, Paris, France, 1991.
11. Eric sevérin, **L'endettement des entreprises : incidences sue la valorisation des firmes**, e-theque, Lille Hellemmes , France, 2002
12. Farouk Bouyakoub, **L'entreprise et le financement bancaire**, Casbah éditions, Alger, Algerie, 2003.
13. Félix Bogliolo, **La création de valeur**, Editions d'Organisation, Paris, France, 2000.
14. Francis Girault et Richard.Zisswiler, **Finances modernes théorie et pratique : Coût du capital et évaluation de l'entreprise**, Tome 2, Dunod, Paris, France, 1973.
15. Frederic Mishkin, **Monnaie, banque et marchés financière**, traduit par : christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacoue-labarthe, 8<sup>ème</sup> édition , Nouveaux Horizons, Paris, France,2007.
16. Georges Depallens et Jobard. Jean-Pierre, **Gestion financière**, Editions Sirey, Paris, France, 1990.
17. Georges Depallens, **Gestion financière de l'entreprise**, 8<sup>ème</sup> édition, Editions Sirey, Paris, France, 1983.
18. Gerard chareaux, **Finance d'entreprise**, 1<sup>ère</sup> édition, EMS éditions, Paris, France, 1994.
19. Harlod Jr .Bierman, **Stratégie et gestion financière**, Economica, Paris, France, 1982.
20. Hubert de La Bruslerie , **Analyse financière : Information financière, diagnostic et évaluation**, 4<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2010.
21. J. Fred Weston et Eugene F. Brigham, **Gestion Financière**, traduit et adapté par Michel Caron, 2<sup>ème</sup> édition , les éditions Hrwltée, Montréal,1976.
22. J. P. Couvreur, **La décision d'investir et la politique de l'entreprise**, 3<sup>ème</sup> édition, entreprise moderne, Paris, France, 1978.
23. James C. Van Horne, **Gestion et politique financière, la gestion a long terme**, Tome1, Dunod, Paris, France, 1972.
24. Jean- Albert collomb, **Finance d'entreprise**, Editions ASKA, Paris, France, 1999.
25. Jean-Pierre Jobard, Navatte Patrick et Philippe Raimbourg, **Finance : finance d'entreprise, finance de marche, diagnostic financier**, Dalloz, Paris, 1994.
26. Jonathan Berk –Peter DeMarzo, **Finance d'entreprise**, traduit par : Gunther Capelle Blancard et Nicolas Couderc , 2<sup>ème</sup> édition Nouveaux Horizons,, Paris, France,2011.
27. Laurent Batsch, **Finance et stratégie**, Economica, Paris, France, 1999.
28. Luc BERNET-ROLLANDE, **Principes de technique bancaire** , 25<sup>ème</sup> edition, Dunod, Paris, France, 2008.

29. Mondher Cherif , Stéphane Dubreuille, **Création de valeur et capital-investissement**, Pearson Education, Paris, France, 2009.
30. Mondher bellalah, **Finance moderne d'entreprise**, Economica, paris, France, 1998.
31. Najib Ibn Abdeljalil, **Evaluation et Financement des investissements de l'entreprise**, Edit Consulting, Casablanca, Maroc, 2002
32. Nathalie Mourgues, **Financement et cout du capital de l'entreprise**, Economica, Paris , France, 1999.
33. Philippe herlin, **Finance: le nouveau paradigme**, Editions d'Organisation, Paris, France, 2010.
34. Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise** ,10<sup>ème</sup> édition , Dunod , paris , France, 2002
35. Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise : logique et politique**, Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition , Paris, France , 2009.
36. Réda Khelassi, **Management financière : diversité et actions économiques**, Editions Houma, alger, algerie, 2011.
37. Richard Breadey, Stewart Myers, Fraklin Allen, **Principes de gestion financière**, traduit par Christophe Thibierge et al, Pearson Education, 8<sup>ème</sup> édition , Paris, France, 2006
38. Yves-Alain Ach et Catherine Daniel, **Finance d'entreprise**, Hachette Supérieur, Paris, France, 2004.
39. Zvie Bodie, Robert Merton, **finance**, Traduction Christophe Thibierge, 2<sup>ème</sup> édition, Pearson Education, Paris, France, 2007.

### **Thèses**

40. Mazen Kebewar, **La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail: analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises**, Thèse de doctorat non publiée, l'université d'Orléans, France, 2012.
41. Salah Eddine Kartobi , **Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement - cas des Sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca**, Thèse de doctorat non publiée : Thèse en cotutelle international Université Cadi Ayyad et Universite Nice Sophia Antipolis, 2013.

### **Articles**

42. Houssam Bouzgarro et Wael Louhichi, **Ratio cible d'endettement et financement des entreprises: le cas francais**, Revue Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión, N°97, 2013.
43. Mazen Kebewar, **La structure du capital et la profitabilité : Le cas des entreprises industrielles françaises**, HAL archives ouvertes, N° 2, Nov 2012.
44. Michel Ghertman, **Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction**, Revue française de gestion, Vol.1, no 142, 2003, p.5.
45. Nathalie Mourgues, **L'analyse du financement de l'entreprise selon la théorie des options**, Revue française d'économie, Vol. 6, N°4, 1991, p.105.

46. Olivier Colot., Mélanie Croquet and Laetitia Pozniak, **Déterminants des choix de financement et profils de PME**, Journal of Small Business and Entrepreneurship 23, Madison, USA, N°1 ,2010.
47. Philippe Desbrières, Pascal Dumontier, **Dettes ou fonds propres comment choisir ?**, Revue Française de gestion, N° 75, Octobre1989.
48. Sonia BEN JEMAA, **l'entreprise familiale tunisienne structure financière et problèmes de financement**, Cahiers électroniques de l'ERCCI 29, 2008 , <https://fr.scribd.com/doc/17300163/1-Entreprise-Familiale-Tunisienne> .

### **Séminaires et papiers de recherches**

49. Hajar Mouatassim Lahmini et Abdelmajid Ibenrissoul, **Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : cas des sociétés cotées des secteurs immobilier et matériaux de construction**, séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche à l'université Jean Moulin LYON 3- France, Juin 2015, HAL archives-ouvertes.fr. <https://www.researchgate.net/publication/301593972>

### **Sites web**

50. Christophe Hurlin, **L'économétrie des données de panel ; Modèles linéaires simples**, Ecole doctorale edocif, Séminaire méthodologique,
51. <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/PA.NUS.FCRF>
52. <http://istaofpptsours.blogspot.com/2016/05/chapitre-4-la-gestion-des.htm>  
[https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel\\_Chap1.pdf](https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf)

## -III- المراجع باللغة الانجليزية

### **Books**

1. Arthur J Keown, John D Martin and J William Petty, **Fondations of finance : The logic and practice of financial management**, Prentice Hall; Annotated instructor's ed edition, New Jersey, USA, 1994.
2. Asli DemirgucKunt and Ross Levine, **Capital structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development**,The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, 2001.
3. Damodar N. Gujarati , **Basic Econometrics**, 4<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, New York, USA,2004.
4. Eugene F.Brigham and Michael C.Ehrhardt, **Financial management theory and practice**, 12<sup>th</sup> edition, Thomson South-Western, Mason, USA, 2008.
5. Evra R. Porras, **The cost of capital**, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2011.

6. Ezra Solomon et Al, **An itroduction to financial management**, Goodyear Publishing, 2<sup>nd</sup> edition , Californie. USA,1980.
7. H. Kent Baker and Gerald S. Martin, **Capital structure and corporate financing decisions : Theory, Evidence, and Practice**, JohnWiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2011.
8. James C. Van Horne , **Financial management and policy**, Prentice Hall, 12<sup>th</sup> edition, New Jersey, USA, 2002.
9. Jean Tirole, **The theory of corporate finance**, Princeton University Press, New Jersey, USA, 2006.
10. Joel F. Houston and Eugene. F. Brigham, **Fundamentals of financial management**, 12<sup>th</sup> edition, South-Western Cengage Learning, Mason, USA, 2009.
11. John Tennent, **Guide to financial management**, The Economist, London, United Kingdom , 2008
12. Laurence Booth, W.Sean Cleary, Pamela Peterson Drake, **Corporate finance – Financial management in a global environment**, WiLEY, New Jerse, USA, 2014.
13. Richard Pike and Bill Neale, **Corporate finance and Investment decisions and strategies**, 6<sup>th</sup> edition, Prentice Hall, New jersey, USA, 2009.
14. Stephen Lumby, **Investment appraisal and financing decisions**, 4<sup>th</sup> edition, Chapman and Hall, London, United Kingdom, 1991.
15. Wiliam H. Green, **Econometric Analysis**, 5<sup>th</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, USA, 2003.

### **Articles**

16. Abdullah Ewayed M. Twairesh, **The impact of capital structure on firm's performance evidence from saudi arabia**, Journal of Applied Finance & Banking, vol 4, N° 2, 2014.
17. Agha Jahanzeb Saif-Ur-Rehman, Norkhairul Hafiz Bajur, Meisam Karami and Aiyoub Ahmadimousaabad, **Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: a comprehensive review of capital structure theories**, International Journal of Management and Commerce Innovations, Vol.1, N°1, March 2014.
18. Ajayi Oziomobo Dadal Zahiruddin B. Ghazali, **The impact of capital structure on firm performance: empirical evidence from nigeria**, Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Vol. 7, N° 4, Aug 2016.
19. Asifa Kausar, Mian Sajid and Hashim Awais Butt, **Capital structure and firm value: empirical evidence from pakistan**, Asian Journal of Research in Economics and Finance, Vol.1, N° 1, March - April, 2014.
20. Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine, **Capital strcture and economic growth: a cross-country comparison of banks,markets, and development**, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, 2001.
21. Ayad Shaker Sultan1 and Mustafa Hassan Mohammad Adam, **The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in iraq"**, European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol 3, N° 2, December 2015.

22. Cengiz Toraman et al, **The effects of capital structure decisions on firm performance: evidence from turkey**, International Conference on Economic and Social Studies, International Burch University, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina, May 2013.
23. David Durand, **costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**, research in business finance,1952.
24. Esen Kara and Duygu Acar Erdur, **Determinants of capital structure: a research on sectors that contribute to exports in turkey**, Istanbul University Journal of the School of Business, turkey, Vol.44, N° 2, 2015.
25. Faris AL- Shubiri, **Determinants of capital structure choice: a case study of jordanian industrial companies**, An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities), Palestine, Vol 24, N° 8, 2010.
26. Franck Bancel and Usha R Mittoo, **Financial flexibility and the impact of global financial crisis: evidence from france**, International Journal of Managerial Finance , Vol 7 (2), N° 38, April 2011.
27. Franco Modigliani and Merton H.Miller , **Corporate income taxes and the cost of capital: A Correction**, The American Economic Review, Vol.53, N° 3 ,1963.
28. Franco Modigliani and Merton H.Miller, **The cost of capital, corporation finance and the theory of investmient**, The Amerikan Economic Review, Vol.48, N° 3, 1958.
29. Gabriela Brenea , **Testing the impact of market timing on the romanian firms' capital structure**, Procedia Economics and Finance, Vol.3, 2012. Available at : [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com)
30. Hayne E. Leland And David H. Pyle, **Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation**, The journal of finance, Vol.32. N°.2, 1977. available at: <http://ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/viewFile/84/71> .
31. Islam Abdeljawad, Fauzias Mat Nor, Izani Ibrahim and Ruzita Abdul Rahim, **Dynamic capital structure trade-off theory: evidence from malaysia**, Proceedings of 3<sup>rd</sup> Global Accounting, Finance and Economics Conference, 5 - 7 May, Melbourne, Australia ,2013 .
32. Jahirul et al, **Impact of capital structure policy on value of the frm : a study on some selected corporate manufacturing firms under dhaka stock eschange**, ECOFORUM, Vol 3, N° 2, 2014
33. Michael C. Jensen and William H. Meckling, **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**, Journal of Financial Economics, Vol. 3, N°4 , October1976.
34. Milton Harris and Artur Raviv, **Corporate control contests and capital structure**, journal of financial economies, Vol.20, N° 1-2, 1988.
35. Milton Harris; Artur Raviv , **Capital structure and the informational role of debt** , The Journal of Finance ,Vol.45, N° 2, 1990 .
36. Mwangi Joseph Muchiri, **Relationship between financial structure and financial performance of firms listed at east africa securities exchanges**, Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB), Vol.5, N° 1 , 2016.
37. N.T and Canh, N.T, **The Factors affecting capital structure for each group of enterprises in each debt ratio threshold: evidence from vietnam's seafood processing**

- enterprises**, International Research Journal of Finance and Economics, Mahé, Seychelles, N° 94, 2012.
- 38. Pablo Fernandez, Company valuation methods : the most common errors in valuations** , Working paper, N°449, IESE business School, University of Navarra, Madrid, Spain, january 2002, Rev .february 2007.
- 39. Pavlína Pinková, Petra Kamínková, Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of czech automotive industry** Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis, Vol 34 N° 2, 2012.
- 40. Pedro Proença., Raul M. S. Laureano, and Luis M. S. Laureano, Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs**, Procedia - Social and Behavioral Sciences150, 2014. available at: <http://www.sciencedirect.com>
- 41. Proença, P., Laureano, R. M. S and Laureano, L. M. S, Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs**, Procedia - Social and Behavioral Sciences150, 2014. available at: <http://www.sciencedirect.com>
- 42. René Stulz, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control**, Journal of Financial Economics, , Vol. 20, No 1-2, 1988.
- 43. Rongbing Huang and Jay R. Ritter, Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment**, Journal Of Financial And Quantitative Analysis, Vol.44, N° 2, Apr 2009.
- 44. Salehnejad Seyed Hasan, Shahiazar Mohammad Ali, The relationship between capital structure and the life cycle listed in tehran stock exchange**, Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review Vol.3, N° 6, 2014.
- 45. Samuel Antwi et al, Capital structure and firm value: Empirical Evidence from Ghana**, International Journal of Business and Social Science , vol 3, N° 22 , November 2012 . available at: <http://www.ijbssnet.com/> .
- 46. Serghiescu, L and Văidean, V.L, Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis**, Procedia Economics and Finance N°15, 2014. available at: <http://www.sciencedirect.com>
- 47. Seyed Hasan Salehnejad & Mohammad Ali Shahiazar, The relationship between capital structure and the life cycle listed in tehran stock exchange**, Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review Vol.3 N° 6, Feb 2014.
- 48. Stephen A. Ross, The determination of financial structure: the incentive-signalling a pproach**, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, N° 1, 1977.
- 49. Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have** , Journal of Financial Economics, N° .13, 1984.
- 50. Wan Mohd Nazri Wan Daud, Norlia Mat Norwani, Anizawati Ahmad Mansor and Wan Anisah Endut, Does financing decision influence corporate performance in malaysia?**, International Journal of Economics and Financial, Vol.6, N° 3, 2016, available at : <http://www.econjournals.com>
- 51. Xiaowei Wang, Jianying Zhang and Hong Man, The influences of value-based management on dividend policy**, Journal of American Science, Vol.2, N° 4, USA , 2006.

**Thesis :**

52. Sung Hee Lew , **An Investigation of the Most appropriate capital structure theory and leverage level determinants**, Unpublished doctoral dissertation, the University of Edinburgh, United Kingdom ,2012.
53. Suresh Ramakrishnan, **Sectoral analysis on capital structure determinants among the malaysian listed firms**, Unpublished doctoral dissertation, Deakin University, Australia, 2012.
54. Ting Ting Zhu, « **Capital structure in europe: Determinants, Market timing and Speed of adjustment** », Unpublished doctoral dissertation, University of Leicester, London, United Kingdom, 2014.
55. Tugba Bas, **Capital structure and debt maturity choices of firms in developing countries**, Unpublished doctoral dissertation, University of London, United Kingdom, 2012.
56. Vorgelegt von Johannes Weigl, **Market timing of capital structure and factors influencing the leverage decision of firms**, Unpublished doctoral dissertation, Faculty of Economics and Business Administration, Chemnitz University of Technology, Saxony, Germany, 2012.

**Working Paper**

57. Zhaoxia Xu, **The impact of market timing on canadian and U.S. firms' capital structure**, Working Paper, Bank of Canada Working Paper 2009, available at: <http://www.bank-banque-canada.ca>.

**Website**

<https://www.stata.com/manuals13/tsprais.pdf#tsprais>

58. Hun Myoung Park, **Practical guides to panel data modeling: A step by step Analysis Using**, Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan ;2011  
[http://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625/documents/panel\\_iuj.pdf](http://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625/documents/panel_iuj.pdf).